

Univerzita Karlova v Praze

Právnická fakulta

Ing. Martin Plavec

PRIVATE EQUITY

Diplomová práce

Vedoucí diplomové práce: JUDr. Ing. Zdeněk Hraba, Ph.D.

Katedra národního hospodářství

Datum vypracování práce (uzavření rukopisu): 8. října 2016

Prohlášení

Prohlašuji, že předloženou diplomovou práci jsem vypracoval samostatně a že všechny použité zdroje byly řádně uvedeny. Dále prohlašuji, že tato práce nebyla využita k získání jiného nebo stejného titulu.

V Praze dne 8. října 2016

.....

Ing. Martin Plavec

Poděkování

Na tomto místě bych rád poděkoval JUDr. Ing. Zdeňku Hrabovi, Ph.D. za jeho rady, náměty a připomínky, jež usnadnily vznik této práce. Děkuji také své rodině za podporu, kterou mi během studií poskytovala.

OBSAH

Úvod.....	3
1 Private equity jako odvětví ekonomiky	5
1.1 Vymezení obsahu pojmu private equity.....	5
1.2 Historický vývoj v oblasti private equity	8
1.2.1 Pionýrská doba venture capitalu	8
1.2.2 Vzestup buyoutů.....	10
1.2.3 Private equity na přelomu století.....	12
1.3 Výkonnost private equity	16
1.3.1 Private equity a veřejné trhy	16
1.3.2 Výkonnost v rámci private equity	20
2 Private equity business model.....	25
2.1 Private equity z pohledu investora	25
2.1.1 Způsoby investování do private equity	25
2.1.2 Private equity fondy a jejich struktura	28
2.2 Životní cyklus private equity fondu	32
2.2.1 Investiční proces.....	34
2.2.2 Holding period	36
2.2.3 Strategie odchodu z investice.....	37
2.2.4 J-křivka.....	40
3 Leveraged Buyout	42
3.1 Základní charakteristika a typy	42
3.1.1 Ideální kandidát pro LBO.....	44

3.1.2 Odvozené typy transakcí	45
3.2 Tvorba hodnoty v LBO	48
3.2.1 Finanční inženýrství	50
3.2.2 Provozní efektivita	52
3.2.3 Corporate governance	53
3.2.4 Tržní valuace	55
Závěr	58
Seznam literatury a zdrojů	63
Seznam tabulek a grafů	71
Seznam použitých zkratk.....	72
Abstrakt	73
Abstract	74

ÚVOD

Investice do private equity jsou již přinejmenším 30 let v rozvinutých západních ekonomikách velmi oblíbeným způsobem umístování přebytečných peněžních prostředků. Private equity fondy dnes celosvětově spravují aktiva v hodnotě téměř 2,5 bilionu dolarů a každý rok uskuteční nové investice za přibližně 400 miliard dolarů. To z private equity činí jednu z nejoblíbenějších forem alternativního investování. Zároveň dochází k silné konsolidaci celého odvětví a největší private equity fondy tak získávají nezanedbatelný vliv na fungování předních světových ekonomik.

Ve specifických podmínkách České republiky však toto odvětví ekonomiky prozatím takového významu nedosahuje a není ani v obecném povědomí příliš známo. Patrně nejbližší tomuto způsobu podnikání a investování jsou aktivity investičních skupin, jako je PPF, Penta, J&T či EPH. Tyto společnosti ovšem investují kapitál několika málo investorů, čímž se od klasického modelu private equity fondu, který získává prostředky od jiných institucionálních investorů, potažmo širší veřejnosti, dosti odlišují. V českých podmínkách ale existuje i několik klasických private equity fondů, z nichž většina je sdružena v Czech Venture Capital Association.

Nakonec ani samotný anglický termín *private equity* nemá jednoduchý český ekvivalent. Asi nejlépe by se pojem private equity dal přeložit jako „investování do vlastního kapitálu veřejně neobchodovaných společností“, což je poněkud krkolomné.

Cílem této práce je proto představit uceleně a v souvislostech private equity jako svébytné odvětví dnešní ekonomiky, poskytnout vhled do fungování obchodního modelu private equity a rozebrat mechanismus transakce, kterou private equity fondy při investicích nejběžněji používají.

Práce je rozdělena do tří kapitol, přičemž struktura kapitol odpovídá jednotlivým dílčím cílům této práce. První kapitola se věnuje private equity jako odvětví ekonomiky. Definiuje základní charakteristiky private equity investic, stejně jako jejich vnitřní kategorizaci. Dále se zabývá vznikem tohoto odvětví, jeho historií a na závěr i jeho ekonomickou výkonností, a to jak v porovnání s veřejnými trhy, tak z hlediska rozdílů uvnitř odvětví.

Druhá kapitola nabízí bližší, investorský pohled na private equity. V první části pojednává o způsobech investování do private equity a následně rozebírá typickou strukturu private equity fondu, zatímco ve své druhé části se věnuje průběhu investičního procesu a životnímu cyklu jednotlivých fondů.

Ve třetí kapitole se práce zaměřuje na *leveraged buyout* transakce (LBO), které jsou základním modelem operandi private equity fondů. Je rozebrán základní princip jejich fungování a jsou popsány odvozené typy transakcí. Poslední část této kapitoly je věnována mechanismům, jejichž prostřednictvím se v průběhu LBO tvoří hodnota pro investory.

Pro vypracování práce jsem používal téměř výlučně anglosaskou literaturu, neboť českých zdrojů na toto téma existuje poskrovnu. Pro základní orientaci v oboru mohu doporučit publikaci Joshe Lerner a dalších profesorů Harvardovy univerzity nazvanou *Venture Capital, Private Equity, and the Financing of Entrepreneurship*. Ta nabízí dostatečně detailní vhled do problematiky a sama odkazuje na další kvalitní prameny. V jednotlivých dílčích částech práce jsem pak vycházel především z odborných článků publikovaných v zahraničních akademických žurnálech. Z autorů bych jmenovitě zmínil především Stevena Kaplana (University of Chicago), Joshe Lerner (Harvard University) a Ulfa Axelssona (London School of Economics).

1 PRIVATE EQUITY JAKO ODVĚTVÍ EKONOMIKY

Následující kapitola je pojata jako úvod do odvětví private equity. Zabývá se postupně samotným vymezením pojmu *private equity*, historickým pohledem na vývoj v odvětví a zhodnocením ekonomické výkonnosti tohoto odvětví.

1.1 VYMEZENÍ OBSAHU POJMU PRIVATE EQUITY

Chceme-li definovat, co přesně je *private equity* a jaké typy činností pod tento pojem patří, musíme vycházet především ze zahraničních zdrojů, neboť českých publikací věnujících se tomuto tématu je poskrovnu. To je samozřejmě dáno tím, že toto odvětví ekonomiky má v zahraničí, a především v anglosaských zemích, podstatně delší tradici a z toho vyplývající výraznější pozici v rámci ekonomiky. Snad jedinou původní definicí v českém jazyce je ta, kterou pro své účely používá Czech Private Equity and Venture Capital Association (CVCA). Ta *private equity* definuje jako „*alternativní zdroj financování inovativních projektů a podniků s potenciálem rychlého růstu*“. Z hlediska obsahové definice jde dle CVCA o střednědobé až dlouhodobé financování poskytované za účelem získání podílu na základním kapitálu podniků, jejichž akcie nejsou obchodovány na burze. Cílovými podniky jsou přitom především podniky s potenciálem pro tvorbu hodnoty a pro růst tržního podílu.¹

Definice Invest Europe (dříve European Private Equity & Venture Capital Association, EVCA) je velmi podobná, když za *private equity* označuje „*finanční investice středně až dlouhodobého charakteru do veřejně neobchodovaných podniků s vysokým růstovým potenciálem*.“² Viceméně shodně pak *private equity* definují i americké zdroje.³

Shrneme-li výše uvedené, lze pozorovat tři základní znaky charakterizující investice, které spadají pod pojem *private equity*. Těmi jsou:

- investice do veřejně neobchodovaných podniků
- středně až dlouhodobý investiční horizont (obvykle v rozpětí 3 až 10 let)

¹ CVCA. *Private equity a venture capital*. [online]. 2010 [cit. 2016-04-29]. Dostupné na <http://www.cvca.cz/cs/>

² INVEST EUROPE. *Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs*. 2007 [cit. 2016-04-29]. Dostupné na <http://www.investeurope.eu/media/78722/guide-on-private-equity-and-venture-capital-2007.pdf>

³ CENDROWSKI, H. *Private Equity: History, Governance, and Operations*, s. 4

- vysoký růstový potenciál cílových firem

Vysoký růstový potenciál je v tomto pojetí nutné vykládat velmi široce. Nemusí jít vždy jen o vysoce inovativní produkty či produkty s potenciálem vysokého tržního růstu v blízké budoucnosti. Vysoký růstový potenciál může být například představován i aktuální konkurenční nevýhodou způsobenou nevhodným dosavadním řízením podniku, kdy po výměně managementu či úpravě podnikové strategie je toto znevýhodnění napraveno a hodnota daného podniku pro jeho vlastníky v důsledku toho vzroste.

Investice do private equity jsou obvykle zařazovány mezi tzv. alternativní investice. Tímto pojmem jsou souhrnně označovány veškeré investice, které jsou odlišné od typických forem investování na finančních trzích, tj. investic do veřejně obchodovaných akcií a dluhopisů. Mezi další oblíbené typy alternativních investic patří investice do hedgeových fondů, nemovitostí, komodit či cizích měn.⁴

Cílem private equity investice, ostatně jako každé jiné investice, je vytvořit hodnotu pro investora a přinést mu určité zhodnocení jeho investovaných prostředků. Způsoby, jakými je tohoto v rámci private equity dosahováno, jsou rozličné a značně se odvíjí od toho, v jaké fázi svého života se cílový podnik nachází. Vedle kapitálu totiž investoři do podniku přinášejí i cenné zkušenosti, rady, kontakty a nezřídka také manažery. Společný jmenovatel je však vždy stejný – v zásadě jde o poskytnutí kapitálu, kterému ovšem předchází osobní vyjednávání s vlastníky cílového podniku, neboť ten není veřejně obchodován, za účelem dalšího rozvoje jeho podnikání, a tedy tvorby hodnoty jak pro stávající vlastníky, tak (především) pro investory.

Vzhledem k šíři pojmu private equity jde o soubor velmi různorodých typů investic. Nejčastěji je proto dělíme podle stadia, ve kterém se nachází cílový podnik. Zjednodušeně můžeme rozlišovat tyto dvě základní formy private equity investic:

- venture capital
- buyout

⁴ BANCE, A. *Why and How to Invest in Private Equity* [online]. 2006 [cit. 2016-04-29]. Dostupné na <http://mertens.com.ua/pevc/how%20to%20invest.pdf>

Venture capital jsou investice do nových, mladých společností, které potřebují kapitál na start nebo raný rozvoj svého podnikání. Velkou roli zde kromě kapitálové účasti hrají další služby, které financující *venture capital* firma poskytuje společností ve svém portfoliu. Jde především o mentoring, strategické poradenství, ale i zprostředkování kontaktů či služby administrativního charakteru. Díky své výrazné odlišnosti je proto *venture capital* často vnímán, především v USA, jako specifické odvětví stojící mimo *private equity*. *Venture capital* však výše uvedené definiční znaky *private equity* zcela naplňuje, a je proto dle metodiky EVCA pojímán jako součást tohoto odvětví.⁵

Venture capital lze dále vnitřně členit dle fáze života, ve které se nachází cílový podnik. Situaci zachycuje Graf 1. Zcela na počátku stojí *seed capital*. Jde o nejrizikovější formu investice, neboť se investuje do pouhého podnikatelského nápadu, který potřebuje financování na prvotní výzkum, rozpracování původního záměru či dotvoření podnikatelského plánu.

Graf 1 – Typy *private equity* investic



Zdroj: BANCE, A. *Why and How to Invest in Private Equity* [online]. 2006 [cit. 2016-05-05]. Dostupné na <http://mertens.com.ua/pevc/how%20to%20invest.pdf>

Následující etapou je *start-up capital*, tedy investice do začínajících podniků. Jde o nejrozšířenější formu *venture capital*. Financují se společnosti, které již mají alespoň prototyp finálního produktu, se kterým chtějí prorazit na trhu. Investice typicky slouží k pokrytí fixních nákladů, počáteční marketing a dokončení vývoje produktu s cílem udržet podnik při životě, než sám začne generovat příjmy.

Posledním typem *venture capital* investic je *expansion capital*. Financují se jím relativně mladé podniky, které již na trhu se svým produktem uspěly a potřebují kapitál na další rozvoj svého podnikání, například při pronikání na nové trhy nebo uvádění nových variant či vylepšení svého produktu na trh.

⁵ BANCE, A. *Why and How to Invest in Private Equity* [online]. 2006 [cit. 2016-04-29]. Dostupné na <http://mertens.com.ua/pevc/how%20to%20invest.pdf>

Naproti tomu *buyout* je pak rozličnou skupinou investic do zralých společností, kdy dochází k odkupu podílu stávajícího vlastníka a převzetí kontroly nad společností. Motivací k takové investici může být celá řada, může jít o konsolidaci aktivit, fúzi, další rozvoj či naopak finanční tíseň. Nejrozšířenějším typem *buyoutu* je *leveraged buyout*. Od něj jsou odvozeny další formy, jako například odkup samotným managementem společnosti, tzv. *management buyout*. Mechanismu *leveraged buyoutu* se podrobně věnuje třetí kapitola této práce.⁶

1.2 HISTORICKÝ VÝVOJ V OBLASTI PRIVATE EQUITY

1.2.1 Pionýrská doba venture capitalu

Pojem *private equity* se dostal do širšího povědomí až koncem 80. let minulého století, kdy zejména ve Spojených státech nabyly na výrazné popularitě *leveraged buyout* investice. Díky tomu se do pozornosti širší odborné veřejnosti dostalo i celé odvětví *private equity*, což následně vedlo k jeho masivnímu rozvoji v letech následujících. Skutečné počátky investování do veřejně neobchodovaných společností lze však vysledovat již v letech třicátých a čtyřicátých. Kolébkou *private equity* se zákonitě staly země se silně rozvinutými finančními trhy a dlouholetou tradicí veřejného investování – Velká Británie a USA. Právě ve Velké Británii byly založeny investiční skupiny *Charterhouse Development Capital* a *3i*, které lze nazývat prvními *private equity* investory. Tyto společnosti byly založeny britskými komerčními bankami a *Bank of England* s cílem uspokojit poptávku malých a středních firem po dlouhodobém kapitálu, který tyto firmy nutně potřebovaly na svůj další rozvoj.

Naopak ve Spojených státech byla roku 1946 harvardským profesorem Georgem Doriotem založena *American Research and Development Corporation (ARDC)* se zcela jiným zaměřením. *ARDC* se specializovala na financování mladých, začínajících firem, které na trh dodávaly inovativní produkty využívající technologie, jež byly vyvinuty v rámci válečného úsilí. Šlo tedy o jednu z prvních *venture capital* společností.

⁶ INVEST EUROPE. *Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs*. 2007 [cit. 2016-04-29]. Dostupné na <http://www.investeurope.eu/media/78722/guide-on-private-equity-and-venture-capital-2007.pdf>

Zásadním a charakteristickým znakem, a to platí i pro výše zmíněné britské private equity společnosti, je proměna přístupu k financovaným podnikům. Ten se velmi odlišoval od klasického přístupu bank, které se při hodnocení investičních záměrů soustředily především na posouzení solventnosti klienta s cílem minimalizovat riziko nesplacení. Pro private equity společnosti se naopak stává klíčovou právě atraktivita cílových podniků z hlediska růstového potenciálu. Ten se navíc již tehdy snažily podpořit tím, že s cílovými podniky navázaly užší spolupráci a poskytovaly jim manažery a poradce se zkušenostmi v oboru jejich podnikání.

Jednou z prvních a velmi známých investic, které ukázaly, že vkládat prostředky do venture capitalu má skutečně i ekonomický smysl, byla investice ARDC do vznikající společnosti Digital Equipment vyrábějící počítačové vybavení. Ze 70 000 USD vložených investory v roce 1959 se Digital Equipment rychle rozrostla a v roce 1968 dokázala vstoupit na burzu s valuací kolem 37 milionů USD. To představuje asi 500-násobné zhodnocení počáteční investice a IRR⁷ ve výši 101 %. Netřeba dodávat, že takový úspěch zcela předčil jakákoliv původní očekávání.⁸

I přes to ale bylo až do konce 70. let investování do private equity poměrně malým, silně fragmentovaným trhem, na kterém působilo pouze několik firem. S nadsázkou se dá říci, že v tomto období do private equity vkládaly prostředky pouze investiční kanceláře několika nejbohatších amerických rodin.⁹ Jednalo se téměř výhradně o investice do venture capitalu, a to v souvislosti se vznikajícím fenoménem technologického průmyslu v kalifornském Silicon Valley. Tyto investice ovšem, jakkoliv samy o sobě byly velmi úspěšné a nabízely vysoká zhodnocení vložených prostředků, nepostačily k vytvoření většího trhu s private equity.

K dalšímu výraznějšímu rozvoji private equity došlo až koncem 70. let, a to především v důsledku legislativních změn v regulaci finančních trhů. Jak v USA, tak ve Velké Británii byly investiční banky a další institucionální investoři, jako například penzijní fondy, velmi omezeny v možnosti investovat do rizikovějších aktiv. Právě v tomto období

⁷ IRR – internal rate of return, vnitřní výnosové procento. IRR vyjadřuje roční procentuální zhodnocení počáteční investice.

⁸ THE ECONOMIST. *The New Kings of Capitalism* [online]. 25-11-2006 [cit. 2016-04-30]. Dostupné na <http://www.economist.com/node/3398496>

⁹ CENDROWSKI, H. *Private Equity: History, Governance, and Operations*, s. 31

dochází k postupnému uvolňování investičních pravidel a následnému přílivu kapitálu do private equity.¹⁰ Druhým, neméně podstatným determinantem rozvoje tohoto odvětví ekonomiky byly změny ve zdanění kapitálových zisků. To ve Spojených státech na přelomu 70. a 80. let postupně klesalo z původních 49,5 % na 20 % a vyvolalo výrazné zvýšení investorského apetitu a s ním i množství prostředků vkládaných do private equity. Objem investovaných prostředků v průběhu 80. let dále narůstal, přičemž hlavními motivy byly jak úspěchy private equity odvětví (vstup Apple Computer a Federal Express na burzu), tak obecně příznivé ekonomické podmínky, dlouhodobě nízká inflace a s ní související nízké zhodnocení konvenčních aktiv.¹¹

1.2.2 Vzestup buyoutů

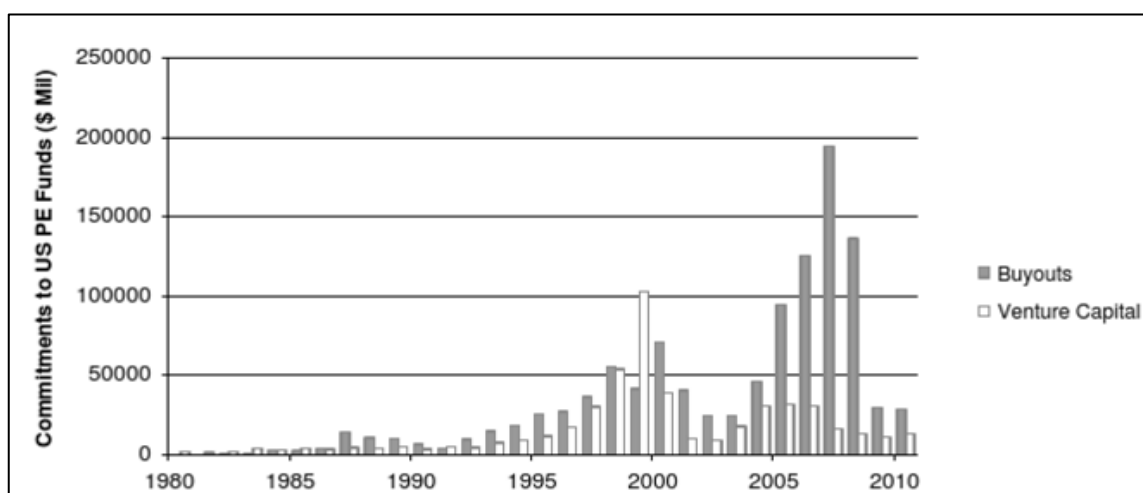
Koncem 80. let nastává velký zvrat v dosavadním fungování private equity. Hledáček manažerů private equity společností se otáčí směrem k firmám v pozdější fázi životního cyklu. Hlavním důvodem byl především extrémně snadný přístup k úvěrům a nízké náklady na dluhové financování. To umožnilo vznik leveraged buyout (LBO) transakcí, jejichž podstata je založena na využívání silné dluhové páky při investici do cílového podniku. V praxi tak neřídka docházelo k situacím, kdy byl nákup účasti v cílovém podniku i z více než 95 % financován cizími dluhovými zdroji – příkladem mohou být akvizice obchodních řetězců Federated Department Stores a Safeway.¹² Private equity fond v takovém případě do transakce vkládá pouze nepatrnou část celkových akvizičních prostředků, což má za následek mohutný multiplikační efekt, neboť je díky tomu ze stejného objemu kapitálu, který má fond k dispozici, schopen uskutečnit výrazně větší množství transakcí. LBO investice se tak rychle stávají jádrem private equity investování; milníkem je pak rok 1987, ve kterém objem ročních prostředků získaných fondy zaměřujících se na buyout aktivity poprvé přesahuje množství prostředků získané venture capital fondy. Z Grafu 2 je zřejmé, že tento trend přetrvává až do dnešních dnů a je zřetelným dokladem o transformaci private equity z malého odvětví na okraji ekonomiky financujícího především začínající firmy v nedílnou součást mainstreamového investování.

¹⁰ V USA šlo především o tzv. „prudent man rule“, tedy pravidlo obezřetného člověka. To bylo zmírněno v roce 1978 novelou Employee Retirement Income Security Act (ERISA), která penzijním fondům explicitně povolila investovat do private equity fondů.

¹¹ BANCE, A. *Why and How to Invest in Private Equity* [online]. 2006 [cit. 2016-04-29]. Dostupné na <http://mertens.com.ua/pevc/how%20to%20invest.pdf>

¹² THE ECONOMIST. *The New Kings of Capitalism* [online]. 25-11-2006 [cit. 2016-04-30]. Dostupné na <http://www.economist.com/node/3398496>

Graf 2 – Vývoj ročního objemu prostředků získaných buyout a venture capital fondy



Zdroj: CENDROWSKI, H. *Private Equity: History, Governance, and Operations*, s. 32

Počáteční popularita LBO ovšem netrvala dlouho, neboť v řadě případů se jednalo o nepřátelská převzetí cílových podniků, která byla obvykle spojena s určitou dávkou kontroverze a spíše negativním přijetím u veřejnosti. Mimo to se také management cílových společností sám snažil nepřátelským převzetím aktivně bránit, neboť ta obvykle ústila v jeho výměnu.¹³ Mnohé společnosti proto upravily své stanovy tak, aby případné nepřátelské převzetí co nejvíce ztížily.¹⁴

Jak ukazuje Graf 2, toto vedlo, spolu s celkovým ekonomickým ochlazením po roce 1990, ke zpomalení rozvoje objemu private equity investic. Naopak v druhé polovině 90. let zažila světová ekonomika a s ní i její odvětví výrazný růst, kdy v důsledku geopolitických změn na počátku 90. let začaly private equity fondy investovat po celém světě. Tento trend kulminoval v roce 2000, ve kterém byly těsně před splasknutím internetové bubliny do fondů obhospodařovaných private equity společnostmi vloženy prostředky v objemu přesahujícím 200 miliard euro.¹⁵

¹³ Jde o tzv. public-to-private obchody. Jejich podstatou je získání majoritního podílu ve veřejně obchodované společnosti a následně stažení jejích akcií z obchodování. Nejúčinnějším prostředkem obrany byly tzv. poison pills, tedy ustanovení stanov, která buď zužovala novému managementu manévrovací prostor, nebo stávajícím akcionářům dávala právo na nákup dodatečných akcií za výhodných podmínek, čímž došlo k rozmělnění podílu nového akcionáře, a fakticky tedy i ke zhacení pokusu o převzetí.

¹⁴ CENDROWSKI, H. *Private Equity: History, Governance, and Operations*, s. 32

¹⁵ BANCE, A. *Why and How to Invest in Private Equity* [online]. 2006 [cit. 2016-04-29]. Dostupné na <http://mertens.com.ua/pevc/how%20to%20invest.pdf>

1.2.3 Private equity na přelomu století

Období přelomu tisíciletí je v private equity silně poznamenáno cyklickými výkyvy. V zásadě jej lze rozdělit do čtyř etap, ve kterých je vždy období silného růstu následováno masivním propadem:

- vznik dot-com bubliny (mezi rokem 1995 a první polovinou roku 2000)
- splasknutí bubliny (2000-2004)
- období buyoutů (2004-2008)
- finanční krize (2008-2012)

Od poloviny 90. let se americká ekonomika, hlavní hráč na poli private equity, nadechovala k novému, silnému růstu. Její rozvoj byl dán především rozvojem nových technologií, internetu a firem na internetu podnikajících, tzv. *new economy*. Pro venture capital, který byl historicky hlavním zdrojem financování mladých technologických firem, to bylo období netušeného růstu. Internetové firmy, souhrnně označované jako dot-coms, hromadně vstupovaly na burzu a svým investorům přinášely ohromující zisky srovnatelné snad jen s obdobím samotných počátků investování do venture capitalu. Průměrné IRR venture capital fondů se v tomto období pohybovalo mezi 80-90 %, přičemž cestou k jeho dosažení bylo co nejrychlejší uvedení portfoliových společností na burzu (IPO) a následný prodej účasti venture capital fondu.¹⁶ V letech 1998 a 1999 uvedly venture capital fondy na americký burzovní trh přes 250 společností, přičemž ty představovaly celých 70 % všech společností vstupujících na burzu v daném roce.¹⁷ Vidina rychlých a především enormních zisků samozřejmě do odvětví přitahovala další investory a roční objem prostředků svěřených venture capital fondům se mezi lety 1995 a 1999 zdesetinásobil. V roce 1999 pak dokonce objem prostředků získaných venture capital fondy poprvé po 15 letech (a dodnes naposledy) přesáhl tentýž ukazatel u buyout fondů.¹⁸

Bohužel toto období nadšení pro new economy též znamenalo ztrátu zdravé investorské obezřetnosti. Investoři se odklonili od používání zaběhlých ukazatelů tržní hodnoty podniku, jako jsou price-earnings ratio či dividend yield, a uvěřili, že i internetové

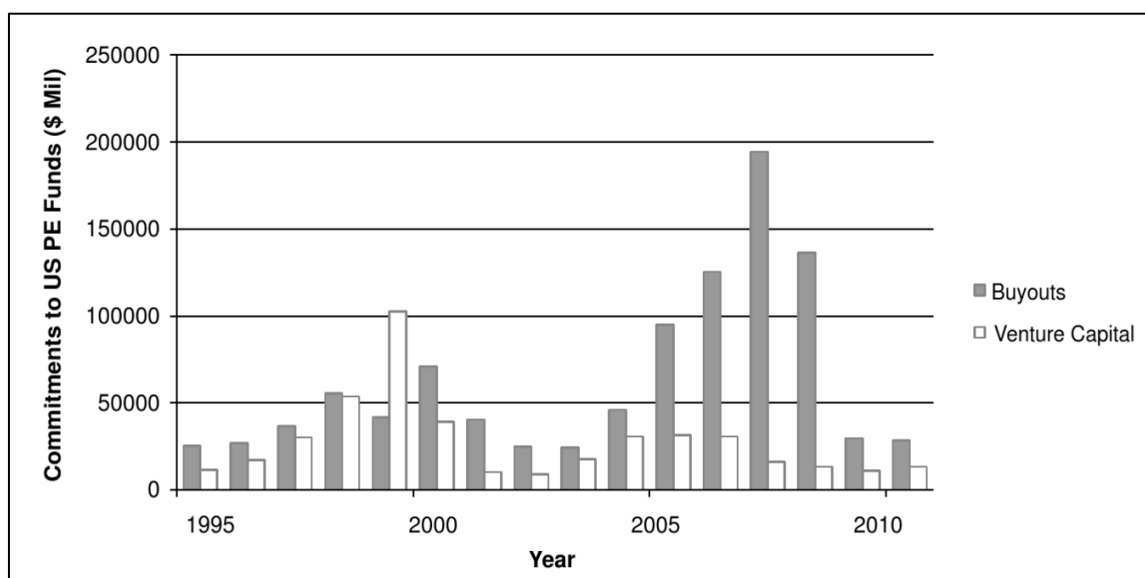
¹⁶ IPO, initial public offering – první veřejná nabídka akcií, tj. vstup společnosti na burzu a zahájení veřejného obchodování akcií společnosti na burze

¹⁷ KAPLAN, S., LERNER, J. *It Ain't Broke: The Past, Present, and Future of Venture Capital* [online]. 2009 [cit. 2016-05-03]. Dostupné na <http://faculty.chicagobooth.edu/steven.kaplan/research/kaplanlerner.pdf>

¹⁸ CENDROWSKI, H. *Private Equity: History, Governance, and Operations*, s. 36

společnosti, které podle svých vlastních finančních projekcí budou ještě celou řadu let ve ztrátě a budou potřebovat externí financování, mají hodnotu v milionech dolarů. Jak se ukázalo, bylo to pouhá chiméra.¹⁹ Zlom přišel v pondělí 13. března 2000, kdy americký burzovní index NASDAQ, který se zaměřuje na technologické společnosti, ztratil během jediného dne 3 % své hodnoty. Do konce roku se tento index propadl na polovinu své nejvyšší hodnoty a bylo zřejmé, že internetová bublina splaskla.²⁰ Počet nových společností vstupujících na burzu poklesl na přibližně čtvrtinu a spolu s ním zmizel i zájem investovat do venture capitalu. Jak je zřejmé z Grafu 3, příliv prostředků do buyout, a především pak venture capital fondů poklesl na pouhé zlomky původních hodnot. Celé odvětví se na několik let prakticky zastavilo.

Graf 3 - Vývoj ročního objemu prostředků získaných buyout a venture capital fondy



Zdroj: CENDROWSKI, Harry. *Private Equity: History, Governance, and Operations*, s. 34

Určitý obrat nastal v roce 2004. V podstatě se zopakoval scénář, který se v odvětví odehrál před deseti lety, tentokrát ovšem hlavní roli hrály namísto venture capitalistů opět buyout fondy. Od roku 2004 až do počátku světové finanční krize na podzim roku 2008 došlo

¹⁹ Business model většiny společností byl v tomto období založen na předpokladu, že je nejprve třeba nabídnutím služby zdarma vybudovat „network effect“ ve formě počtu návštěvníků webové stránky či počtu registrovaných uživatelů. Předpokládalo se, že následně, po dosažení určité velikosti, bude možné užívání poskytované služby zpoplatnit. Řada firem proto potřebovala financování, ať už formou venture capitalu či IPO, na překlenutí tohoto bezplatného období. Jak se následně ukázalo, velká část firem se ziskovosti nikdy nedočkala, neboť uživatelé službu po zpoplatnění opustili.

²⁰ MACROTRENDS. *NASDAQ Composite - Historical Chart*. [online]. 2016-05-03 [cit. 2016-05-03]. Dostupné na <http://www.macrotrends.net/1320/nasdaq-historical-chart>

k několikanásobnému nárůstu investic tohoto typu. Vidíme, že nůžky mezi buyout a venture capital fondy se silně rozevřely právě ve prospěch buyoutů, neboť objem prostředků získaných venture capital fondy v předkrizových letech představoval jen jednotky procent z celkového objemu prostředků vložených investory do private equity.²¹

Hlavním motorem renesance leveraged buyoutů byl, jako již v minulosti, snadný přístup k dluhovému financování. Fondy tak mohly opět naplno využít dluhové páky a odkoupit účasti v ještě větších společnostech než v minulosti. Získat účast v cílové společnosti tak pro buyout fondy nepředstavovalo díky přílivu investorského kapitálu a levnému financování žádnou větší překážku. Jako problémová se ovšem ukázala závěrečná část investičního procesu, tedy exit, odprodej účasti v cílové společnosti. Tím je v případě buyoutu obvykle buď prodej strategickému investorovi, nebo podobně jako u venture capitalu uvedení společnosti na burzu. Vzhledem k investičnímu horizontu private equity fondů, který se typicky pohybuje mezi 5-7 lety, byla velká část vystoupení z investic zahájených v rámci tohoto boomu naplánována na období po roce 2008. Na podzim roku 2008 ovšem pád banky Lehman Brothers odstartoval naplno finanční krizi, s jejímiž následky se private equity odvětví, ale i celá světová ekonomika, potýká dodnes. Množství společností vstupujících na burzu v důsledku toho dramaticky pokleslo, svou roli ale sehrály i obecná nejistota a nedůvěra na finančních trzích, které spolu s preferencí likvidnějších aktiv vedly investory k rozhodnutí omezit své účasti v private equity fondech.²²

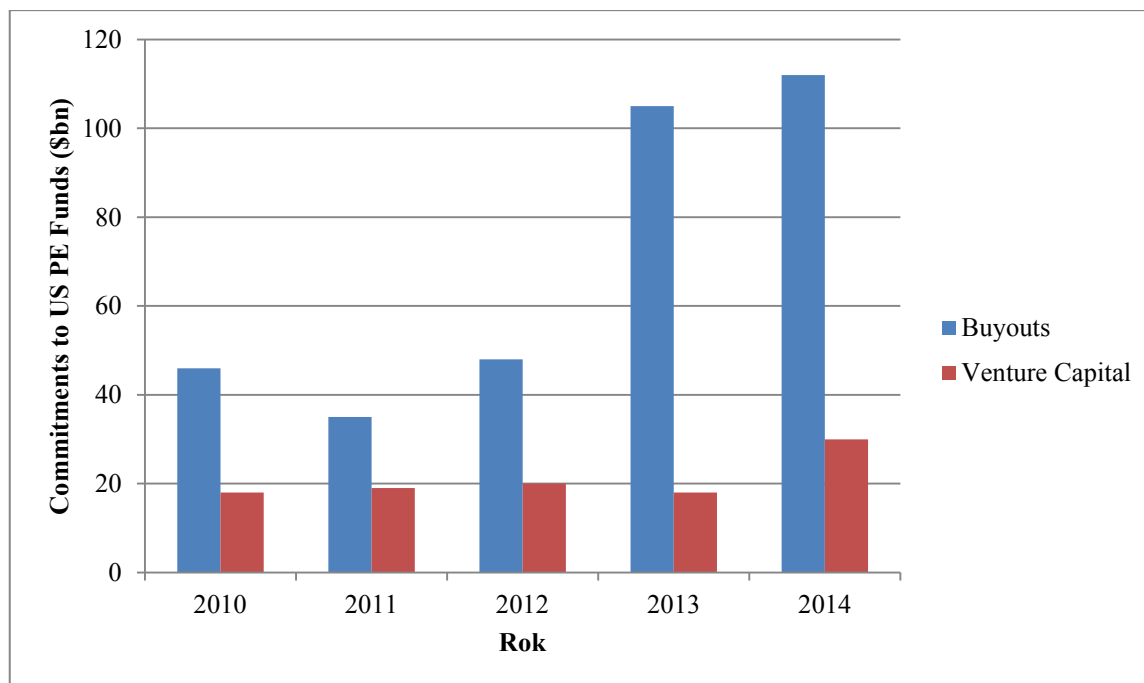
Vývoj po roce 2010 zachycuje Graf 4. Vidíme, že důsledky finanční krize se v odvětví private equity projevovaly přibližně do roku 2012. V roce 2013 pak skokově narostl objem prostředků svěřených investory buyout fondům a navrátil se na téměř předkrizové úrovně. To se dá přičítat postupnému návratu důvěry na finanční trhy, výrazným faktorem je ale

²¹ THE ECONOMIST. *The New Kings of Capitalism* [online]. 25-11-2006 [cit. 2016-04-30]. Dostupné na <http://www.economist.com/node/3398496>

²² Private equity investice jsou ze své povahy velmi nelikvidní, prostředky vložené do fondu lze jen s velkými obtížemi získat zpět před stanoveným dnem výplaty. Zároveň zde sehrál roli i tzv. „efekt jmenovatele“. Institucionální investoři mají typicky nastavena pravidla určující, jak velkou část z celkového objemu spravovaných prostředků mohou investovat do private equity. Vzhledem k tomu, že v době krize se hodnota aktiv oceňovaných trhem propadla, zatímco hodnota investic do private equity zůstávala stejná (hodnota aktiv vložených do fondu není přímo určena trhem a během života fondu ji lze jen velmi těžko vyčíslit, neboť cílové společnosti nejsou veřejně obchodované a kapitálový zisk je realizován až v závěru investice odprodejem účasti v nich), hodnota private equity investic v rámci jejich celkového portfolia rostla, a tito investoři proto byli nuceni odprodávat své podíly v private equity fondech, aby se dostali zpět do souladu se svými vnitřními investičními pravidly.

zcela jistě také snadná dostupnost bankovního financování a nízké úrokové sazby, které pramení z expanzivní měnové politiky centrálních bank s cílem podpořit hospodářský růst.²³

Graf 4 - Vývoj ročního objemu prostředků získaných buyout a venture capital fondy



Zdroj: vlastní zpracování; Data převzata z NVCA. *Commitments by Year*. [online]. 5-2015 [cit. 2016-04-30]. Dostupné na <http://nvca.org/research/fundraising/> a PREQIN. *Buyout Fundraising*. [online]. 2016 [cit. 2016-04-30]. Dostupné na <https://www.preqin.com/docs/newsletters/pe/Preqin-PESL-May-15-Buyout-Fundraising.pdf>

Naopak v případě venture capitalu v tomto období k žádné větší změně nedošlo. Určitý pozitivní trend lze sledovat od roku 2014, kdy se objem získaných prostředků meziročně zvýšil o 50 %. Data z roku 2015 tento trend potvrzují, v prvním čtvrtletí 2016 se pak americkým venture capital fondům podařilo získat finanční prostředky v hodnotě 13 miliard USD, což je opět více než 50 % procentní nárůst oproti stejnému období v roce 2015. Zdá se tedy, že i ve venture capitalu dochází k postupnému oživení.²⁴ Otázkou ovšem zůstává, jak toto odvětví zareaguje nepříznivý vývoj z posledních měsíců, kdy americké akciové trhy, včetně technologických společností, ztrácejí na hodnotě – jak

²³ CENDROWSKI, H. *Private Equity: History, Governance, and Operations*, s. 39

²⁴ NVCA. *Commitments by Year*. [online]. 5-2015 [cit. 2016-04-30]. Dostupné na <http://nvca.org/research/fundraising/>

ukazují historická data, mezi oběma odvětvími je úzká korelace, neboť vývoj ve venture capitalu s několikaměsíčním zpožděním kopíruje vývoj na technologických akciových trzích.²⁵

1.3 VÝKONNOST PRIVATE EQUITY

1.3.1 Private equity a veřejné trhy

Zkoumáním výkonnosti private equity v porovnání s veřejnými trhy se zabývala celá řada studií. Výsledky jsou rozmanité, lze ale říci, že většina autorů se shoduje, že průměrná výkonnost investic do private equity je vyšší než v případě veřejných trhů. O kolik, to už je předmětem diskusí. Výsledky se velmi liší jak v závislosti na použitém benchmarku představujícím výkonnost veřejných trhů, tak (a to především) dle použitých dat reprezentujících výsledky private equity fondů. Vzhledem k privátnímu charakteru odvětví nejsou tato data veřejně dostupná a jejich získáváním se zabývají specializované společnosti spolupracující přímo s private equity fondy. Každá ze společností má samozřejmě v portfoliu spolupracovníků jiné fondy, a výsledky jsou proto mírně odlišné a ne zcela reprezentující odvětví jako celek, neboť, jak bude rozebráno v následující podkapitole, rozptyl ve výkonnosti jednotlivých fondů je skutečně značný.²⁶

Data získaná tímto způsobem navíc bohužel trpí několika metodologickými nedostatky - předně jde o data, která jsou reportována samotnými fondy, jež samozřejmě mají motivaci své výsledky přikrášlovat.²⁷ Zdrojem nesrovnalostí může být i skutečnost, zda vycházíme z dat monitorujících cash-flows na úrovni cílových podniků, nebo z dat agregovaných na úrovni fondů a zachycujících finanční toky mezi fondem a jeho investory. První způsob nezachycuje věrně skutečný výnos pro investora, neboť neobsahuje informace o poplatcích vyplacených investorem obhospodařovateli fondu. Dalším problémem, a to především v rámci venture capitalu, může být „self-selection“ zainvestovaných projektů

²⁵ THE WALL STREET JOURNAL. *Venture-Capital Firms Draw a Rush of New Money*. [online]. 29-03-2016 [cit. 2016-05-03]. Dostupné na <http://www.wsj.com/articles/funds-flow-to-venture-firms-1459295426>

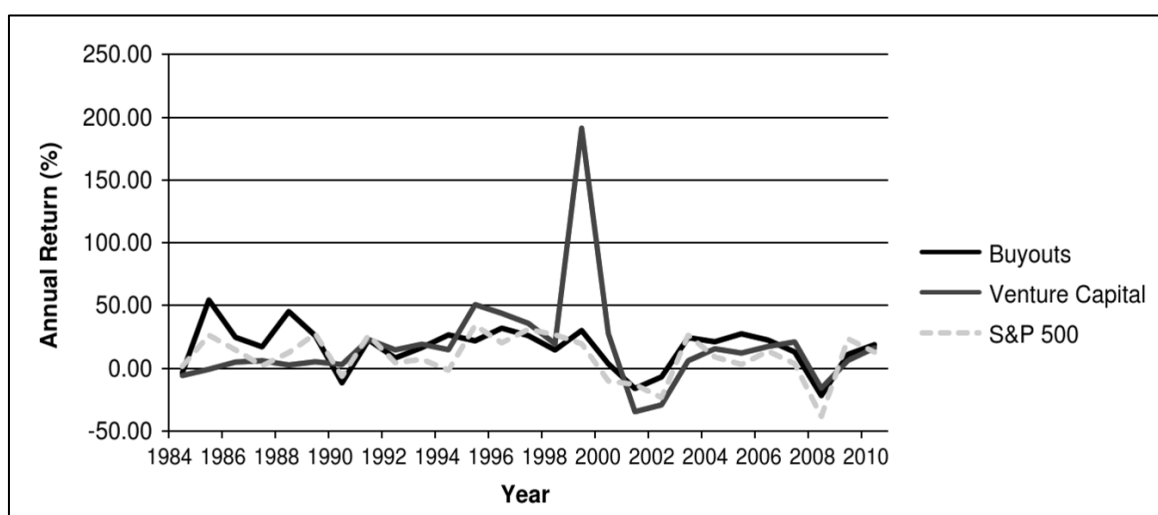
²⁶ LERNER, Joshua., G. Felda. HARDYMON a Ann. LEAMON. 2012. *Venture Capital and Private Equity: A Casebook*, s. 32

²⁷ BROWN, G., GREDIL, O., KAPLAN, S. *Do Private Equity Funds Game Returns?* [online]. 25-05-2013 [cit. 2016-05-04]. Dostupné na <http://faculty.chicagobooth.edu/steven.kaplan/research/BGK.pdf>

a následná nereprezentativnost zkoumaného vzorku.²⁸ Obecně vhodnější je proto užití dat na úrovni celých private equity fondů.²⁹

Základní představu o historické výkonnosti private equity a veřejných trhů poskytuje Graf 5. Ten zachycuje vývoj ročního výnosu obou porovnávaných skupin aktiv. Vidíme, že vývoj v obou hlavních odvětvích private equity silně koreluje s vývojem na veřejném trhu, který je zde reprezentován burzovním indexem S&P 500. Ve většině sledovaných let výnos z private equity mírně převyšuje výnos akciového trhu. Za povšimnutí stojí především období divokého rozvoje LBO v 80. letech, kdy průměrný roční výnos z těchto operací dosahoval téměř 50 %.

Graf 5 - Historická výkonnost private equity a S&P 500



Zdroj: CENDROWSKI, H. *Private Equity: History, Governance, and Operations*, s. 34

Velmi zřetelný je také „spike“ na přelomu tisíciletí, který jen ukazuje, jakých rozměrů investorské šílenství ohledně dot-coms a nové digitální ekonomiky dosáhlo. Těsně před splasknutím bubliny dosahovaly venture capital fondy až 200 % ročního zhodnocení investovaných prostředků. V období po roce 2000 se výkony private equity vrátily k normálu a kopírovaly trendy na veřejném trhu.

²⁸ Zjednodušeně jde o skutečnost, že venture capital financování se provádí v kolech (rounds), přičemž do dalších kol se dostanou pouze životaschopné projekty. Tím je vzorek výrazně zkreslen ve prospěch úspěšnějších investičních projektů.

²⁹ ANG, A., SORENSEN, M. *Risks, Returns, and Optimal Holdings of Private Equity: A Survey of Existing Approaches* [online]. 06-2012 [cit. 2016-05-04]. Dostupné na <https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/aang/papers/PrivateEquity.060512.pdf>

Detailnější pohled na výkonnost private equity nabízí ve svých studiích profesor Chicagské univerzity Steven Kaplan. Na základě dat, která měl k dispozici od společnosti Venture Economics, porovnal výkonnost private equity a veřejných trhů použitím metody public market equivalent (PME). Vzorec je následující:

$$PME = \frac{\left(\sum \frac{Dist(t)}{\prod (1 + R_m(t))} \right)}{\left(\sum \frac{Call(t)}{\prod (1 + R_m(t))} \right)}$$

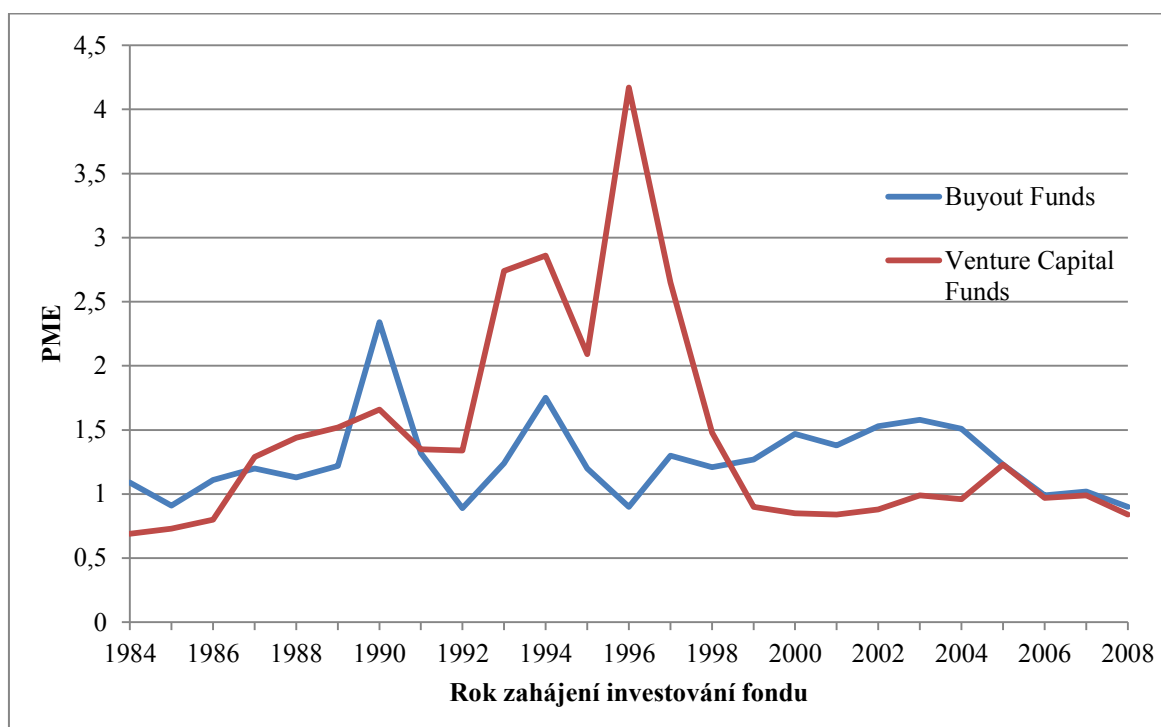
V zásadě jde o poměr diskontovaných příjmů investorů fondů k diskontovaným vloženým prostředkům. Použitou diskontní mírou je pak realizovaný výnos veřejného trhu ve sledovaných letech, opět reprezentovaný indexem S&P 500.³⁰ Výsledek vyjadřuje výkonnost private equity fondu v násobcích výkonnosti veřejného trhu. Je-li poměr větší než 1, značí to, že výnosnost private equity investice je větší nežli výnosnost veřejného akciového trhu a naopak. Na základě dat mezi lety 1984 a 1995 byla vypočítána průměrná PME private equity 0,96, což značí víceméně shodnou výkonnost s akciovým trhem.³¹

V roce 2013 provedl Kaplan spolu s dalšími výzkumníky novou studii, tentokrát na základě dat od společnosti Burgiss, která byla podrobnější a nabízela pohled přímo na jednotlivé cash-flows mezi private equity fondy a jejich investory, výsledky provedené analýzy by tedy měly být přesnější a reprezentativnější. Vývoj PME pro buyout a venture capital fondy zachycuje Graf 6.

³⁰ Index S&P 500 používá většina studií na téma private equity. Steven Kaplan provedl výpočet i s použitím indexů NASDAQ a Russell 3000 s takřka shodným výsledkem.

³¹ KAPLAN S., SCHOAR A. *Private Equity Performance - Returns, Persistence and Capital Flows*. 2005 [cit. 2016-05-04]. Dostupné na <https://www.chicagobooth.edu/news/2004-11-12kaplan/pereturns-1.pdf>

Graf 6 - PME Buyout a Venture Capital fondů



Zdroj: vlastní zpracování; Data převzata z HARRIS, R., JENKINSON, T. KAPLAN, S. *Private Equity Performance: What Do We Know?* [online]. 07-2013 [cit. 2016-05-04]. Dostupné na <http://faculty.chicagobooth.edu/steven.kaplan/research/hjk.pdf>

Z grafu je možné vyčíst, že buyout fondy konstantně, s několika výjimkami, překonávají výkon veřejných trhů. V některých letech jde o velmi výrazný rozdíl, nepříliš překvapivě se jedná o období koncem 80. let a po roce 2000, kdy, jak bylo již uvedeno, zažívaly buyout fondy nebývalý rozmach spojený s přílivem investorského kapitálu. Obecně lze ale konstatovat, že buyout fondy dlouhodobě poskytují výnos nad úrovní veřejného trhu.³²

Zcela jiná je ovšem situace v případě venture capital fondů. U nich je patrná vysoká výnosnost během 90. let a především pak v jejich závěru, kdy překonávají výnos na akciových trzích více než čtyřikrát. Na druhou stranu od roku 2000 je jejich výnos přinejlepším srovnatelný s výnosem veřejného trhu, ba naopak je spíše nižší. Nazveme-li tedy léta 90. obdobím venture capitalu, pak musíme desetiletí po roce 2000 zcela jednoznačně označit za dobu buyoutů.³³

³² HARRIS, R., JENKINSON, T. KAPLAN, S. *Private Equity Performance: What Do We Know?* 07-2013 [cit. 2016-05-04]. Dostupné na <http://faculty.chicagobooth.edu/steven.kaplan/research/hjk.pdf>

³³ ANG, A., SORENSEN, M. *Risks, Returns, and Optimal Holdings of Private Equity: A Survey of Existing Approaches* [online]. 06-2012 [cit. 2016-05-04]. Dostupné na <https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/aang/papers/PrivateEquity.060512.pdf>

1.3.2 Výkonnost v rámci private equity

Zajímavý pohled na private equity se naskytne též při zkoumání výkonnosti uvnitř odvětví. Jak bylo naznačeno, rozdíly ve výkonnosti jednotlivých fondů jsou značné. To vyplývá za samotné podstaty tohoto odvětví, které je do velké míry založeno na osobních kontaktech, dovednostech a know-how hlavních aktérů jednotlivých private equity společností. Private equity proto bývá někdy označováno jako smart money, neboť cílovému podniku vedle peněz přináší i další výhody ve formě poradenství apod. Vedle toho platí, a to především pro venture capital, že trh je velmi silně koncentrovaný a jeho velkou část ovládá několik zavedených firem. Ty navíc mají díky svému renomé přístup k nejlepším investičním příležitostem. Každý start-up by si přál financování od venture capital firem jako je Sequoia Capital, Kleiner Perkins, Andreessen Horowitz či Accel a Greylock Partners, neboť to otevírá začínajícím podnikatelům mnohé dveře a je samozřejmě také známkou kvality jejich podnikatelského nápadu. Ve venture capital s nadsázkou platí, že více než na množství získaných peněz záleží na tom, kdo tyto peníze poskytuje. Nicméně právě kvůli enormní důležitosti osobních vztahů a kontaktů ve venture capital o přílišnou nadsázku jít nemusí.³⁴

Situace je ovšem podobná i při pohledu na odvětví private equity jako celek. Dle údajů Private Equity International 50 největších private equity fondů získalo mezi roky 2011 a 2015 od investorů 660 miliard dolarů, zatímco výrazně početnější skupina fondů v pořadí na 51. až 300. místě získala „pouze“ 578 miliard dolarů. To zcela jasně svědčí o vysoké koncentrovanosti tohoto odvětví.

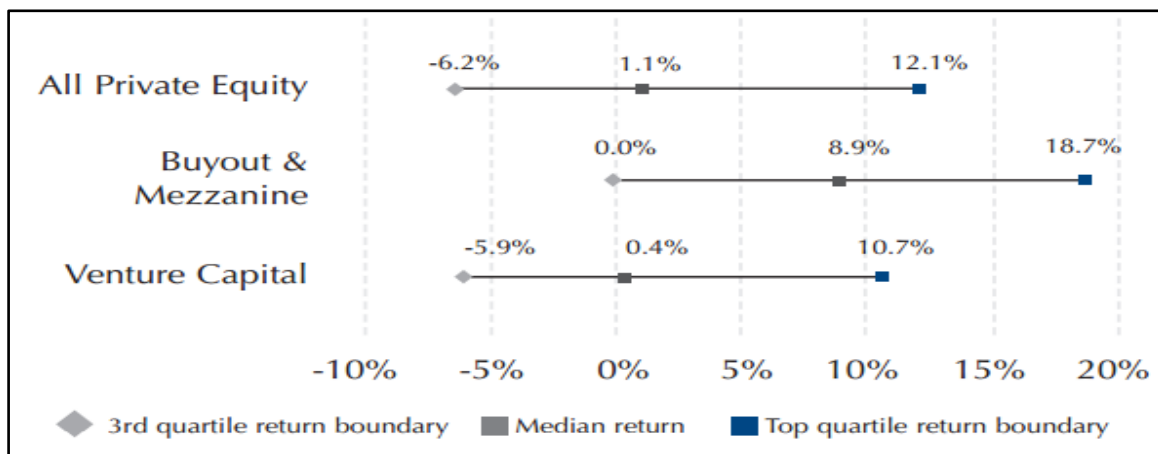
Struktura trhu má samozřejmě, z důvodů výše popsaných, i zásadní dopad na výkonnost jednotlivých fondů. Výroční zpráva Private Equity International uvádí, že top 50 největších private equity fondů dosahuje průměrného ročního výnosu ve výši 14,9 %. Naproti tomu průměr celého odvětví je pouze 11,3 %, což představuje přibližně o čtvrtinu nižší výkonnost.³⁵ Tento závěr potvrzuje i studie Bain & Company, která se zaměřuje na buyout fondy. Podle té mají fondy v prvním kvartilu výrazně větší výkonnost, než je

³⁴ ZINGALES, L. *Entrepreneurial Finance and Private Equity*. Lecture at the University of Chicago Booth School of Business. February 2016.

³⁵ PRIVATE EQUITY INTERNATIONAL. *PEI 300* [online]. 2016 [cit. 2016-05-05]. Dostupné na https://www.privateequityinternational.com/uploadedFiles/Private_Equity_International/PEI/Non-Pagebuilder/Aliased/News_And_Analysis/2016/May/Magazine/PEI300%202016.pdf

průměr odvětví.³⁶ Výkonnosti evropských private equity fondů se věnovala také EVCA. Jak dokazuje Graf 7, i mezi nimi je rozptyl ve výkonnosti velmi patrný. Rozdíl mezi IRR fondů na prvním a třetím kvartilu výkonnosti je celých 18 %, a to u všech typů fondů.

Graf 7- Rozptyl výkonnosti evropských private equity fondů



Zdroj: BANCE, A. *Why and How to Invest in Private Equity* [online]. 2006 [cit. 2016-05-05]. Dostupné na <http://mertens.com.ua/pevc/how%20to%20invest.pdf>

Pro úplnou ilustraci rozdílů ve výkonnosti private equity fondů přikládám ještě Tabulku 1 vypracovanou na základě dat z celosvětové databáze Preqin. Vidíme, že rozdíl ve výkonnosti nejlepšího a nejhoršího fondu je skutečně propastný. I pokud ale vynecháme extrémy, rozdíly mezi hranicemi kvartilů jsou taktéž nezanedbatelné. Pro doplnění uvádím v tabulce i hodnoty výnosu akciového indexu S&P 500, výnos mediánového fondu je ve sledovaném období srovnatelným s výnosem na veřejném akciovém trhu. Naopak investice do 25 % nejvýkonnějších private equity fondů přináší oproti akciovému trhu velmi zajímavé zhodnocení.

Tabulka 1 - IRR private equity fondů dle kvartilů (%)

Rok	S&P 500	Max IRR	75 % kvartil	Medián	25 % kvartil	Min IRR
2012	13,41	83,0	22,0	14,0	8,7	-42,9
2011	0,00	64,0	22,0	14,8	8,6	-84,2
2010	12,78	80,5	19,9	14,0	8,2	-28,4

Zdroj: vlastní zpracování; Data převzata z PREQIN. *Global Private Equity & Venture Capital Report 2016* [online]. 2015 [cit. 2016-05-05]. Dostupné na https://www.preqin.com/docs/reports/2016-Preqin-Global-Private-Equity-and-Venture-Capital-Report-Sample_Pages.pdf

³⁶ BAIN & COMPANY. *Global Private Equity Report 2015* [online]. 2015 [cit. 2016-05-05]. Dostupné na http://www.bain.com/Images/BAIN_REPORT_Global_Private_Equity_Report_2015.pdf

Investiční manažeři špičkových fondů zcela jistě disponují lepšími dovednostmi, svou roli ale podobně jako u venture capitalu hraje též fakt, že díky svému renomé mají přístup k zajímavějším investičním příležitostem. Význam osobních vazeb při přístupu k investičním nabídkám a celkově velmi osobní ráz tohoto odvětví nejlépe vystihuje skutečnost, že v private equity společnosti Kohlberg Kravis Roberts (KKR), která je druhou největší na světě a spravuje aktiva v hodnotě přes 120 miliard dolarů, pracuje pouhých 139 investičních manažerů.³⁷ Výběr správné investiční společnosti je tak základním determinantem úspěchu při investování do private equity. Opět ale platí, že i ve vztahu k investorům jsou private equity fondy velmi vybíravé a spolupráce často probíhá dlouhodobě na osobní úrovni. Investovat do fondu spravovaného renomovanou společností je tak často velmi obtížné i pro velké institucionální investory.

Výše uvedený závěr byl prokázán na základě několika studií. Boston Consulting Group a španělská business škola IESE zpracovaly studii, ve které analyzovaly již ukončené investice do 218 private equity fondů. Studie porovnávala jejich výkonnost, přičemž se v jedné své části zaměřila na tzv. follow-up fondy. Follow-up fond je fond, který je spravován private equity společností, jež už v minulosti spravovala jiný fond. Předmětem zkoumání byl tedy vztah mezi výkonností prvního a následných fondů spravovaných toutéž společností. Studie jasně prokázala, že mezi výkonností fondů existuje souvislost a že na základě výsledku předchozího fondu je možné predikovat, jak si bude vést další fond stejného správce. Existence vztahu byla navíc prokázána pro všechny úrovně výkonnosti prvního fondu v rámci celkového souboru, lepší výkonnost prvního fondu tedy předznačovala lepší výkonnost následných fondů a naopak. Závěry této studie proto naznačují, že výkonnost fondu není pouze dílem náhody a je dána unikátními schopnostmi jeho manažerů, což vysvětluje, proč je předchozím úspěchům a dobrému renomé v rámci private equity přikládána taková váha.³⁸

Podobnou studii na základě vzorku amerických private equity fondů uskutečnil i již citovaný Steven Kaplan. Ten došel ke zcela stejným závěrům, když shledal, že ve

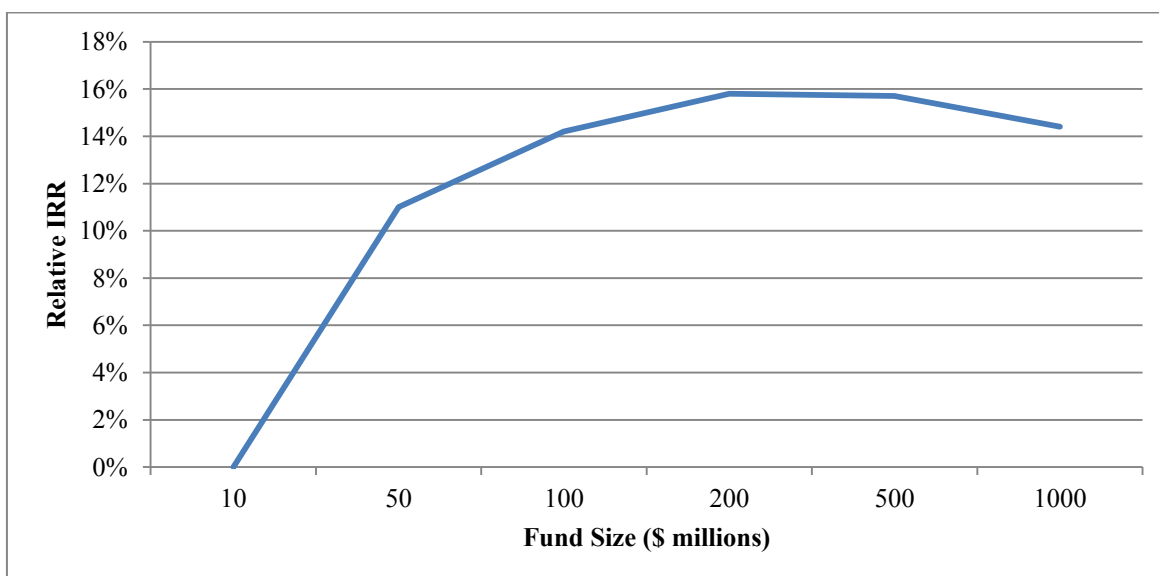
³⁷ KAPLAN, S., STROMBERG, P. *Leveraged Buyouts and Private Equity* [online]. 2008 [cit. 2016-05-05]. Dostupné na <http://faculty.chicagobooth.edu/steven.kaplan/research/ksjep.pdf>

³⁸ BCG, IESE. *The Advantage of Persistence: How the Best Private-Equity Firms „Beat the Fade“* [online]. 02-2008 [cit. 2016-05-05]. Dostupné na <http://www.bcg.de/documents/file15196.pdf>

výkonech private equity fondů se jasně promítá výkonnost předchozích fondů stejného správce.³⁹

V jiné studii byl zkoumán také vztah velikosti fondu a jeho výkonu. Logickým východiskem pro toto zkoumání je předpoklad, že úspěšnější private equity manažeři by měli být schopni vytvářet větší fondy, neboť je pro ně díky jejich renomé snazší od investorů získat požadovaný objem prostředků. Následně by fondy spravované těmito manažery měly podávat lepší výsledky. V případě buyout fondů se nicméně tato hypotéza nepotvrdila a vztah mezi výkonností buyout fondů a jejich velikostí se nepodařilo prokázat.

Graf 8- Vztah velikosti venture capital fondu a jeho výkonnosti



Zdroj: LERNER, J., LEAMON A., HARDYMON, F. 2012. *Venture Capital, Private Equity, and the Financing of Entrepreneurship*

Naproti tomu u fondů venture capitalu se projevila velmi silná závislost mezi velikostí fondu a jeho výkonem. Především nejmenší fondy pak vykazovaly podstatně nižší zhodnocení vložených prostředků. Tento vztah je zachycen v Grafu 8. Příčinou může být obecně menší velikost odvětví, které tak do velké míry stojí na osobních kontaktech. Je tedy pravděpodobné, že start-upy jsou přitahovány k velkým renomovaným fondům více než v případě buyoutů, neboť přidaná hodnota lidského kapitálu, který mohou venture

³⁹ KAPLAN S., SCHOAR A. *Private Equity Performance - Returns, Persistence and Capital Flows*. 2005 [cit. 2016-05-04]. Dostupné na <https://www.chicagobooth.edu/news/2004-11-12kaplan/pereturns-1.pdf>

capital fondy poskytnout ve formě kontaktů, poradenství, mentoringu apod., se zde projeví citelněji nežli u buyoutů. Úspěšné a velké fondy tedy mají širší paletu potenciálních projektů, ze kterých mohou vybírat, což jim umožňuje zvolit do svého investičního portfolia ty skutečně nejperspektivnější.⁴⁰

Zajímavé ovšem je, že od určité velikosti venture capital fondu se vztah mezi velikostí a výkonem oslabuje, a ty zcela největší fondy dokonce nedosahují takové výnosnosti jako jejich o něco menší konkurenti. Hranice nejvyššího výnosu leží v rozmezí velikosti fondu mezi 200 a 500 mil. dolarů, výnos větších fondů pak klesá. Jako jedno z možných vysvětlení se jeví, že extrémně výnosných start-upů není dostatečné množství na to, aby udržely výnosnost velkých fondů takto vysoko.⁴¹

⁴⁰ HARRIS, R., JENKINSON, T. KAPLAN, S. *Private Equity Performance: What Do We Know?* 07-2013 [cit. 2016-05-04]. Dostupné na <http://faculty.chicagobooth.edu/steven.kaplan/research/hjk.pdf>

⁴¹ KAPLAN, S., LERNER, J. *It Ain't Broke: The Past, Present, and Future of Venture Capital* [online]. 2009 [cit. 2016-05-03]. Dostupné na <http://faculty.chicagobooth.edu/steven.kaplan/research/kaplanlerner.pdf>

2 PRIVATE EQUITY BUSINESS MODEL

Cílem této kapitoly je poskytnout bližší pohled na fungování obchodního modelu private equity. Je v ní vysvětlen princip investování do private equity, popsána struktura typického private equity fondu a rozebrán jeho životní cyklus.

2.1 PRIVATE EQUITY Z POHLEDU INVESTORA

2.1.1 Způsoby investování do private equity

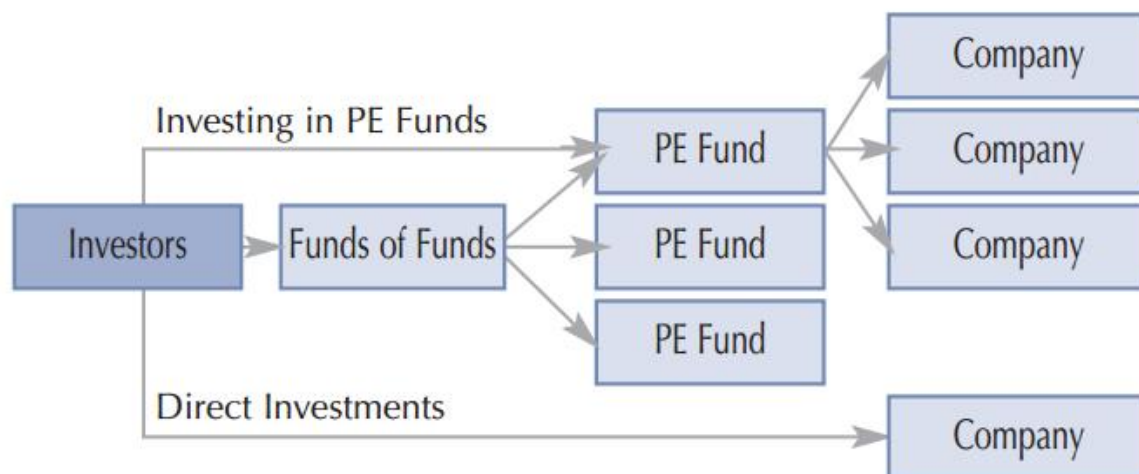
Jak bylo uvedeno v úvodní kapitole, za private equity investici lze považovat jakoukoliv dlouhodobou investici do vlastního kapitálu společnosti, která není obchodována na veřejném trhu. Dalším podstatným rysem je pak velikost podílu ve společnosti, který investoři získávají. Private equity fondy investují výhradně do podniků, v nichž získají významný, často majoritní nebo i 100% podíl na základním kapitálu. Chtějí mít totiž vliv na směřování podniku a úzce spolupracovat s jeho managementem – ať už s původním, nebo s tím, který do podniku samy dosadí. Právě v tom ostatně spočívá celá podstata private equity businessu. Hlavním principem je koupit levně začínající či špatně spravovanou společnost, zvýšit její hodnotu a následně se ziskem prodat. To lze jen těžko činit s minoritním podílem ve společnosti, bez větší možnosti působit na její rozhodování. Zároveň se tím eliminuje problém zastoupení, který vzniká u společností obchodovaných na burze, jejichž vlastnictví je rozprostřeno mezi velký počet akcionářů a jejichž management tak často nikdo nekontroluje. To může vést k potenciálnímu konfliktu mezi zájmy akcionářů a managementu a následnému snížení hodnoty firmy pro akcionáře. Taková situace v případě private equity investic nepřipadá v úvahu, neboť portfoliové společnosti jsou pod skutečně podrobným dohledem a kontrolou manažerů private equity fondů.⁴²

Způsobů, kterými lze investovat do private equity, se nabízí hned několik. Graf 9 jednotlivé možnosti investování znázorňuje. První a nejjednodušší možností je samozřejmě přímá investice. Jde ale o menšinový způsob investování, neboť je velmi rizikový, kapitálově náročný a vyžaduje značné manažerské zkušenosti v oboru. Pro

⁴² THE ECONOMIST. *The New Kings of Capitalism* [online]. 25-11-2006 [cit. 2016-04-30]. Dostupné na <http://www.economist.com/node/3398496>

převážnou část fyzických osob tato možnost odpadá už ze samotného důvodu vysoké finanční náročnosti, neboť dle empirických studií má smysl investovat až od částky dosahující alespoň 1 milionu euro.⁴³

Graf 9 - Způsoby investování do private equity



Zdroj: BANCE, A. *Why and How to Invest in Private Equity* [online]. 2006 [cit. 2016-05-05]. Dostupné na <http://mertens.com.ua/pevc/how%20to%20invest.pdf>

Existují ovšem i výjimky, především ve venture capitalu, kde jsou kapitálové nároky vzhledem k tomu, že jde o investice do začínajících společností, nižší. Jde o tzv. business angels, investory, kteří do cílových společností vkládají své vlastní prostředky a často stojí na úplném počátku financování start-upů ještě před tím, než se jich ujmou specializované venture capital firmy. Netřeba zdůrazňovat, že tyto investice jsou extrémně rizikové a často končí ztrátou celé investované částky. Zajímavé je, a je tomu tak možná právě z důvodu vysoké rizikovosti, že motivace business angels obvykle není čistě ekonomická. Business angels investují typicky spíše do lidí, ne do projektů. Jejich investice jsou také silně geograficky determinovány. Jinými slovy investují do lidí ve svém okolí, které znají a kterým věří. Hlavní motivací často není zisk, ale spíše snaha pomoci a prospět komunitě, ve které žijí. Business angels se často stávají bývalí top-manažeři bank a dalších

⁴³ DVOŘÁK, I., PROCHÁZKA, P. *Rizikový a rozvojový kapitál, Venture Capital*

finančních institucí či úspěšní podnikatelé, kteří při investování využívají svých bohatých zkušeností, a nezřídka se proto aktivně se podílejí na řízení zainvestovaných firem.⁴⁴

Na druhou stranu přímé investice do private equity nejsou příliš oblíbené ani u institucionálních investorů. Pro transformaci cílové společnosti tak, aby se zvýšila její hodnota, je třeba kvalifikovaných manažerů se zkušenostmi z oboru podnikání cílové společnosti. Takovými lidmi samozřejmě banky, penzijní a podílové fondy obvykle nedisponují, a preferují proto investice prostřednictvím specializovaných private equity fondů. Existují ovšem i institucionální investoři, kteří do private equity investují napřímo. V takovém případě ale jde o specializované firmy, pro které se jedná o hlavní náplň podnikatelské činnosti. Obvykle se také zaměřují pouze na určitá odvětví, aby plně využily konkurenční výhodu, kterou představuje lidský kapitál jejich zaměstnanců.⁴⁵

Další, také spíše alternativní možností investování je investice skrze tzv. fond fondů. Fond fondů je investiční entita, jejíž manažer alokuje prostředky svěřené investory mezi jednotlivé private equity fondy. Funguje tedy jako jakýsi prostředník mezi private equity fondy a investory. Výhoda tohoto přístupu spočívá především v diverzifikaci rizika rozložením investice mezi několik fondů. Díky koncentraci prostředků od několika investorů a tomu, že fondy fondů obvykle udržují dlouhodobé vztahy s manažery private equity fondů, otevírá investice jejich prostřednictvím přístup k fondům, které by pro jinak pro investora nebyly přímo dosažitelné. Nevýhodou je fakt, že se často jedná o investici „naslepo“, tedy *blind pool*, kdy není předem jasné, do jakých fondů bude fond fondů investovat. Některé fondy fondů ovšem naopak své investiční záměry deklarují předem. Další nevýhodu pak zcela jistě představují zvýšené poplatky za spravování investice, neboť kromě poplatků za správu private equity fondů zde přibývá i poplatek vyplácený správci fondu fondů.⁴⁶

Konečně, třetím a nejčastějším způsobem je investice do private equity fondů. Jde o rozumný kompromis mezi diversifikací a specializací, kdy jsou kombinované prostředky různých investorů umístěny do fondu, který je spravován společností zabývající se

⁴⁴ GOMPERS, P. *A Note on Angel Financing*. Harvard Business School Background Note 298-083, January 1998.

⁴⁵ LERNER, J., LEAMON A., HARDYMON, F. *Venture Capital, Private Equity, and the Financing of Entrepreneurship*

⁴⁶ BANCE, A. *Why and How to Invest in Private Equity* [online]. 2006 [cit. 2016-05-05]. Dostupné na <http://mertens.com.ua/pevc/how%20to%20invest.pdf>

vyhledáváním, analyzováním a následnou exekucí investic do neveřejně obchodovaných společností. Tento způsob investování má svá specifická pravidla a tvoří páteř celého odvětví private equity. Podrobně se mu věnuje následující podkapitola.

2.1.2 Private equity fondy a jejich struktura

Private equity fondy mají obvykle velmi podobnou strukturu, která představuje standard v odvětví. Nejčastější právní formou private equity fondů je v USA, ale i v evropských zemích *limited partnership*. Jde o uspořádání, kdy jeden ze společníků (*general partner*), kterým je vždy profesionální investiční společnost, ručí za závazky fondu neomezeně, zatímco ručení ostatních společníků (*limited partners*), tedy samotných investorů, je omezeno pouze do výše jejich nesplaceného vkladu. Tomuto uspořádání se v českém právu nejvíce blíží komanditní společnost.⁴⁷ Vnitřní poměry fondu jsou pak upraveny ve společenské smlouvě či statutu fondu. Vzhledem k tomu, že fond je řízen a spravován general partnerem a investoři po poskytnutí kapitálu nemají příliš možností zasahovat do jeho fungování, jsou tyto dokumenty komplexní a velmi obsáhlé. Mezi obvykle upravované náležitosti patří orgány fondu, kdy se často zřizuje investiční výbor, okruh podniků či odvětví, do kterých může fond investovat, maximální výše investice do jednoho podniku, maximální možný podíl dluhového financování jednotlivé transakce a způsob rozdělení výnosů z provedených investic. Dále je pravidlem, že fondy jsou a priori zakládány pouze na omezenou a předem stanovenou dobu, která se pohybuje kolem deseti let. Předčasné ukončení účasti v private equity fondu je nežádoucí jak ze strany investora (zhodnocení vloženého kapitálu „nabíhá“ postupně), tak ze strany general partnera (přichází o kapitál, se kterým počítal při plánování investiční aktivity), a je tedy společenskou smlouvou umožněno jen ve výjimečných situacích.⁴⁸ Ani v praxi nejsou proto předčasné výstupy z private equity fondů příliš časté. V důsledku toho jsou tyto investice opravdu dlouhodobé a nelikvidní.⁴⁹ Určité řešení představuje sekundární trh

⁴⁷ Nový zákon o investičních společnostech a investičních fondech zavedl možnost vytvořit komanditní společnost s investičními listy, což je pro potřeby private equity zcela ideální. O zakomponování této úpravy do zákona se velkou měrou zasloužila CVCA. Zdroj: JURICA, A. *Private equity fondy v návrhu zákona o investičních fondech a konflikt zájmů v private equity* [online]. 2013 [cit. 2016-05-06]. Dostupné na <http://svoc.prf.cuni.cz/sources/6/16/242.pdf>

⁴⁸ Např. insolvence fondu, neplnění povinností general partnera apod.

⁴⁹ Poradenská společnost BCG dokonce při porovnávání výkonnosti private equity a jiných typů investic výnosy z private equity z důvodu jejich nelikvidity ještě diskontuje. Viz BCG, IESE. *The Advantage of Persistence: How the Best Private-Equity Firms „Beat the Fade“* [online]. 02-2008 [cit. 2016-05-05]. Dostupné na <http://www.bcg.de/documents/file15196.pdf>

s účastmi v private equity fondcích, v rámci něhož, umožňuje-li to statut fondu, lze podíl odprodat a nahradit jednoho investora druhým bez dopadu na vlastní kapitál fondu. Obecně však v takovém případě platí, že stávající investoři svůj podíl prodávají pod jeho nominální hodnotou a utrpí tak určitou ztrátu. Zejména v posledních letech poznamenaných vysokou volatilitou finančních trhů a s ní související častější potřebou investorů měnit své investiční pozice se ale sekundární trh private equity těší stále větší oblibě.⁵⁰

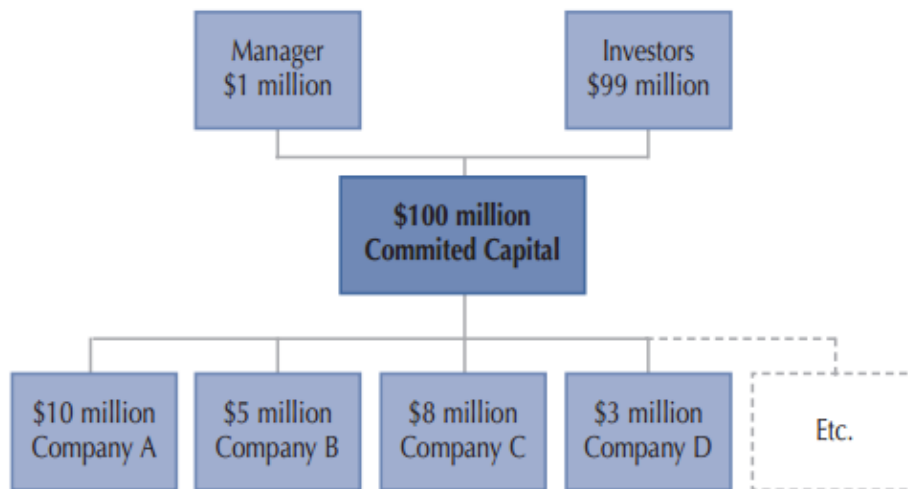
Ve společenské smlouvě jsou též stanoveny vkladové povinnosti limited partnerů a způsob určení data, do kdy budou vklady splaceny. Přistoupením ke společenské smlouvě se investoři totiž pouze zavazují kapitál poskytnout (*committed capital*), skutečně jej poskytnout jsou ale obvykle povinni až na výzvu general partnera – na tzv. *capital call*. Důvodem je skutečnost, že private equity fond provádí jednotlivé investice v delším časovém rozmezí, které se může protáhnout až na 5 let. Z hlediska investorů je proto vhodnější poskytovat kapitál postupně, neboť jsou zpravidla schopni své prostředky v tomto mezidobí umístit výhodněji, než pokud by ležely ladem na účtu private equity fondu, popřípadě byly investovány do krátkodobých cenných papírů. Minimální suma, kterou limited partner do fondu vkládá, se pohybuje v rozmezí 5 až 10 milionů euro. To je ale skutečné minimum, vzhledem k velikosti dnešních private equity fondů jsou i vklady jejich investorů podstatně vyšší.⁵¹

General partner se též podílí na vlastním kapitálu fondu. Jeho vklad se tradičně pohybuje na úrovni 1 % celkového kapitálu fondu. Jde tedy spíše o symbolickou účast s cílem zvýšit zainteresovanost private equity společnosti spravující daný fond na jeho dobrém výsledku. Na druhou stranu u skutečně velkých fondů s kapitálem v jednotkách miliard dolarů může i takto malý podíl představovat v absolutním vyjádření poměrně vysokou částku. Výše popsané schéma struktury private equity fondu zachycuje Graf 10.

⁵⁰ CENDROWSKI, H. *Private Equity: History, Governance, and Operations*, s. 47

⁵¹ BANCE, A. *Why and How to Invest in Private Equity* [online]. 2006 [cit. 2016-05-05]. Dostupné na <http://mertens.com.ua/pevc/how%20to%20invest.pdf>

Graf 10- Struktura private equity fondu



Zdroj: BANCE, A. *Why and How to Invest in Private Equity* [online]. 2006 [cit. 2016-05-05]. Dostupné na <http://mertens.com.ua/pevc/how%20to%20invest.pdf>

Zásadním prvkem společenské smlouvy je především úprava odměny general partnera a způsob rozdělování výnosů z fondu. Cílem úpravy je zajistit dostatečnou motivaci general partnera a sladit jeho zájmy se zájmy investorů fondu. General partnerům plynou z fondu prostředky skrze tři kanály. Zprv si účtují *management fee*, což je poplatek za obhospodařování fondu. Ten se obvykle pohybuje ve výši 1,5 – 2,5 %, přičemž obvykle platí, že čím větší je celkový kapitál fondu, tím nižší je management fee. Tento poplatek investoři tradičně platili z celkového committed capital, tedy fakticky ještě před tím, než daný kapitál vůbec poskytl a ten byl fondem investován. To bylo odůvodňováno faktem, že ještě před vlastní investicí již fondu vznikají náklady např. s vyhledáváním investičních příležitostí, jejich analyzováním a dojednáváním jejich realizace. Vzhledem k vývoji na finančních trzích v posledních letech a narůstající konkurenci mezi fondy se však investorům daří stále častěji vyjednávat, že tento poplatek bude placen až ze skutečně investovaného kapitálu, nebo případně, že budou nejprve poplatky vypočítávány z kapitálu upsaného a po uplynutí určité doby již pouze z kapitálu investovaného.

Druhým zdrojem příjmů je *carried interest*, což znamená podíl na zisku dosaženém fondem. Ten nejčastěji představuje 20 %, v případě velmi žádaných fondů pak výjimečně i 25 %. Tento podíl je ovšem vyplácen až nad určitou hranicí výnosnosti, která je stanovena předem ve statutu fondu. Tato hranice se nazývá *hurdle rate*, a investorům

garantuje nárok na veškerý zisk až do dané úrovně výnosnosti. Zároveň to motivuje general partnera k dosažení co nejlepších výsledků, neboť ví, že na svůj podíl na zisku dosáhne pouze za předpokladu, že výkonnost fondu přesáhne hurdle rate. Ta bývá obvykle stanovena ve výši 8 %.⁵²

Posledním zdrojem příjmů jsou *monitoring fees*, které jsou účtovány zainvestovaným společnostem v portfoliu fondu. Ty představují náklady na poradenství a čas strávený investičními manažery fondu při spolupráci s managementem portfoliové společnosti. Obvykle se pohybují ve výši 1 – 5 % EBITDA⁵³ cílové společnosti a liší se dle odvětví, vyžadované specializace manažerů, velikosti a nutné míry kontroly dané společnosti v portfoliu. Takto získané poplatky se dělí mezi private equity firmu spravující fond a investory fondu. Tradičně se monitoring fees dělily v poměru 50:50, v současnosti se tento poměr přibližuje spíše 20:80, a odpovídá tedy poměru, ve kterém si strany dělí dosažený zisk.⁵⁴

Pro ilustraci v Tabulce 2 uvádím zjednodušený modelový příklad výpočtu rozdělení zisků z private equity fondu. Z ní plyne, že při výkonnosti fondu na úrovni 11 % ročně (což je přibližně průměrná výkonnost private equity fondů), představují motivační podíly na zisku fondu plynoucí private equity společnosti jen asi 40 % její celkové odměny za dobu fungování fondu. Větší část tak plyne z management fees, které jsou ovšem fixní bez ohledu na výkonnost fondu. Zároveň stojí za povšimnutí, že i když hrubá výkonnost fondu byla 11 % ročně, po odečtení poplatků private equity společnosti je čistá IRR pro investory pouze 9,6 %.

⁵² INVEST EUROPE. *Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs*. 2007 [cit. 2016-06-05]. Dostupné na <http://www.investeurope.eu/media/78722/guide-on-private-equity-and-venture-capital-2007.pdf>

⁵³ EBITDA – Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization; zisk před zdaněním, úroky a odpisy

⁵⁴ KAPLAN, S., STROMBERG, P. *Leveraged Buyouts and Private Equity* [online]. 2008 [cit. 2016-06-05]. Dostupné na <http://faculty.chicagobooth.edu/steven.kaplan/research/ksjep.pdf>

Tabulka 2 - Rozdělení zisků z private equity fondu

Upsaný kapitál fondu	100 000 000 Kč
Roční management fee @ 2 % p.a.	2 000 000 Kč
Management fee za dobu trvání fondu (10 let)	20 000 000 Kč
Složené zhodnocení prostředků (@ 11 % p.a.)	184 %
Zhodnocené prostředky	283 942 099 Kč
Složené zhodnocení na úrovni hurdle rate (@ 8 % p.a.)	116 %
Zhodnocené prostředky na úrovni hurdle rate	215 892 500 Kč
Zhodnocení nad úrovní hurdle rate	68 049 599 Kč
Podíl PE společnosti na zisku (carried interest, @ 20 %)	13 609 920 Kč
Celková odměna PE společnosti	33 609 920 Kč
Zisk pro investory (zhodnocené p. – vložené p. a poplatky)	150 332 179 Kč
IRR pro investory	9,6 %

Zdroj: vlastní zpracování

V zásadní studii analyzující strukturu poplatků v private equity fondech došli profesori Metrick a Yasuda k velmi podobným závěrům, když shledali, že průměrně asi jen třetina celkových příjmů private equity společností je navázána na dosaženou výkonnost jí spravovaných fondů. V poslední době se proto vede intenzivní debata, zda je odměna náležící private equity firmám přiměřená jejich výkonnosti a zda je takto nastavený systém odměňování skutečně motivační. Investoři jsou v tomto ohledu skeptičtí a silně tlačí na snižování celkových poplatků za správu fondu, a zejména pak na snižování management fees a monitoring fees, které jsou na výkonnosti fondu nezávislé.⁵⁵

2.2 ŽIVOTNÍ CYKLUS PRIVATE EQUITY FONDU

Existence private equity fondu je nejčastěji omezena dobou přibližně deseti let od jeho založení. Kratší doba trvání fondu je velmi neobvyklá, neboť management fondu potřebuje určitý čas na vyhledání vhodných kandidátů na investice, následně musí iniciovat změny v zainvestovaných společnostech, které povedou ke zvýšení jejich hodnoty, a v neposlední řadě zajistit též vystoupení (exit) z investice. Trendem posledních let je naopak prodlužování doby trvání fondů. Průměrná životnost fondu dosáhla v minulém roce dokonce 13 let. To je z hlediska investorů poměrně nepříjemná skutečnost, neboť delší

⁵⁵ METRICK, A., YASUDA, A. *The Economics of Private Equity Funds* [online]. 2010 [cit. 2016-06-05]. Dostupné na <http://gsm.ucdavis.edu/sites/main/files/file-attachments/metrickyasuda2010.pdf>

životnost znamená nižší roční zhodnocení a zároveň vyšší náklady na management fees. Otázkou je, do jaké míry jde o dlouhodobý trend a do jaké míry se jedná pouze o reakci na nepříznivý vývoj ekonomiky v posledních letech. Je třeba si totiž uvědomit, že většina dnes existujících fondů vznikla ještě před počátkem finanční a ekonomické krize v roce 2008. Pokles cen aktiv v krizovém období odradil mnoho private equity firem od odprodeje portfoliových společností, neboť by nebyly schopny realizovat původně plánované zhodnocení. Až opětovné probuzení investiční aktivity poháněné nízkými úrokovými sazbami v posledních dvou či třech letech vyhnalo ceny aktiv vzhůru, dost možná až nad fundamentálně opodstatněnou úroveň. Díky tomu mohly private equity společnosti konečně přistoupit k exitu ze zbývajících investic a fondy uzavřít, průměrná doba trvání fondu se však prodloužila.⁵⁶

Životní cyklus private equity fondu lze rozčlenit do čtyř rámcových etap. Těmi jsou:

- Fundraising
- Investice a alokace kapitálu
- Holding period
- Exit

Na počátku každého private equity fondu stojí pochopitelně získávání kapitálu od investorů. Tato počáteční fáze, která se označuje jako *fundraising*, předchází samotnému vzniku fondu a obvykle trvá několik měsíců až rok. Rychlost, s jakou se daří private equity společnosti získávat investory do nového fondu, závisí především na jejím renomé a kontaktech v rámci finančního světa. Přirozeně, pro novou společnost, která otevírá svůj první fond, bude podstatně těžší získat důvěru investorů a naplnit svůj fond než pro společnost, která se v tomto odvětví pohybuje již několik let a otevírá již několikátý follow-up fond. Fondy renomovaných společností, jako jsou například KKR, Blackstone či Carlyle, se naproti tomu zaplňují velmi rychle a investoři často dokonce soupeří o možnost do nich investovat. Při oslovování investorů sestavují private equity společnosti memorandum (*private placement memorandum*, *offering memorandum*), které obsahuje zamýšlenou strategii fondu a návrh statutu či společenské smlouvy budoucího fondu.

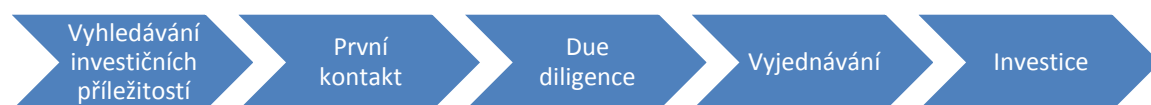
⁵⁶ THE WALL STREET JOURNAL. *Average Private Equity Fund Life Span Exceeds 13 Years*. [online]. 31-03-2015 [cit. 2016-06-18]. Dostupné na <http://blogs.wsj.com/privateequity/2015/03/31/average-private-equity-fund-life-span-exceeds-13-years/>

Teprve po získání příslibu požadovaného množství kapitálu je fond právně založen a investorům vzniká závazek poskytnout na výzvu upsaný kapitál. Tento moment založení fondu se nazývá *closing*. Není nijak neobvyklé, že fondy absolvují více *closingů*, kdy je v prvním kole získána pouze minimální výše kapitálu pro založení fondu a další investoři do fondu přistupují v dalších kolech už v průběhu jeho fungování.⁵⁷

2.2.1 Investiční proces

Následující etapou je vyhledávání investičních příležitostí, jejich vyhodnocování a samotné investování do portfoliových společností. Toto období trvá přibližně prvních tři až pět let existence fondu.⁵⁸ Samotné posouzení jednoho investičního případu probíhá v rozmezí několika týdnů až šesti měsíců. K samotné investici ale nakonec dojde pouze v přibližně jednom z 80 případů, zbytek projektů je v průběhu investičního procesu vyřazen. Toto číslo je pak ještě nižší u venture capital fondů, kde jsou v kvalitě posuzovaných investičních příležitostí skutečně velké rozdíly.⁵⁹ Investiční proces lze rozdělit do pěti základních kroků, ty jsou zachyceny v Grafu 11.

Graf 11 - Investiční proces v private equity



Zdroj: vlastní zpracování; založeno na BEEKMAN WEALTH ADVISORY. Basics of Investing in Private Equity Funds [online]. 2013 [cit. 2016-06-06]. Dostupné na <http://beekmanwealth.com/wp-content/uploads/2013/01/Basics-of-Investing-in-Private-Equity-Funds.pdf> a SEEKING ALPHA. Four Stages in the Life of a Private Equity Fund [online]. 2009 [cit. 2016-06-06]. Dostupné na <http://seekingalpha.com/article/172992-4-stages-in-the-life-of-a-private-equity-fund>

Vůbec prvním krokem v tomto procesu je nalezení potenciálně zajímavé investiční příležitosti. Právě dostatečný přísun kvalitních kandidátů na investici je v odvětví private

⁵⁷ BEEKMAN WEALTH ADVISORY. Basics of Investing in Private Equity Funds [online]. 2013 [cit. 2016-06-06]. Dostupné na <http://beekmanwealth.com/wp-content/uploads/2013/01/Basics-of-Investing-in-Private-Equity-Funds.pdf>

⁵⁸ SEEKING ALPHA. Four Stages in the Life of a Private Equity Fund [online]. 2009 [cit. 2016-06-06]. Dostupné na <http://seekingalpha.com/article/172992-4-stages-in-the-life-of-a-private-equity-fund>

⁵⁹ TETEN ADVISORS. Where the Deals Are – Best Practices in Sourcing Investments [online]. 03-2011 [cit. 2016-06-07]. Dostupné na <http://www.axial.net/forum/where-deals-are/>

equity klíčovým faktorem rozhodujícím o úspěchu fondu. Rozdíly v tzv. *deal flow*, tedy potenciálních obchodech, které fondy podrobují svému investičnímu posuzování, jsou tím, co odlišuje úspěšný fond od neúspěšného. Způsob, jakým private equity firmy vyhledávají investiční příležitosti, je do velké míry jejich individuálním know-how. Zásadní roli zde totiž hrají samozřejmě osobní kontakty s hlavními hráči v daném sektoru (fondy se často odvětvově specializují), při získávání informací se ale využívají i doporučení od prostředníků (právní, účetní a poradenské firmy), investičních bank a obchodních komor. V některých případech jsou rovněž samy osloveny samotným managementem cílové společnosti. Snaze zachytit co největší množství investičních příležitostí je uzpůsobena i organizační struktura private equity firem, která je velmi plochá. Každý týden navíc probíhají porady, kterých se účastní všichni zaměstnanci a kde má každý z nich příležitost přijít s návrhem na investiční akci.⁶⁰

Ve druhé fázi je navázán první kontakt s cílovou společností. Na základě získaných informací se sestaví předběžný plán a struktura transakce a také business model a finanční model firmy po dobu investice. Cílem komunikace s manažery společnosti je hlouběji porozumět fungování cílové společnosti, rozpoznat nedostatky a možné oblasti zlepšení a uvědomit si hlavní rizika spojená s transakcí. Je-li i po skončení tohoto kroku investice pro private equity firmu stále atraktivní, vystaví současnému vlastníkovi *term sheet* (též *letter of intent*), což je indikativní nabídka shrnující valuaci podniku spolu s podmínkami a způsobem provedení akviziční transakce. Je-li nabídka přijata, často též zakotvuje exkluzivitu private equity firmy pro další vyjednávání.⁶¹

Dalším krokem je *due diligence*, a to jak v právní, tak ekonomické rovině. Důkladně se prověřují existující smluvní vztahy a jiné závazky, účetnictví společnosti, ale i předpoklady, na nichž se zakládá učiněná indikativní nabídka a ocenění firmy. K provedení *due diligence* se zpravidla najímají externí specializované auditorské a poradenské společnosti. Velká pozornost je věnována ověření realizovatelnosti navrhovaného business plánu – zkoumá se velikost a růstový potenciál trhu, na který firma

⁶⁰ LONDON SCHOOL OF ECONOMICS AND POLITICAL SCIENCE. *In Conversation with Steve Schwarzman* [online]. 2016 [cit. 2016-06-07]. Dostupné na <http://www.lse.ac.uk/newsAndMedia/videoAndAudio/channels/publicLecturesAndEvents/player.aspx?id=3535>

⁶¹ BVCA. *A Guide to Private Equity* [online]. 03-2011 [cit. 2016-06-07]. Dostupné na http://www.bvca.co.uk/Portals/0/library/Files/Website%20files/2012_0001_guide_to_private_equity.pdf

dodává, její produkty, její zákazníci, kompetentnost dosavadních manažerů a další faktory mající vliv na hodnotu firmy. Cílem due diligence je získat co největší množství důvěryhodných a ověřených informací o cílové společnosti, a v konečném důsledku tak minimalizovat rizika a nepříjemná překvapení, ke kterým by po převzetí mohlo dojít.

Neliší-li se skutečný stav cílové společnosti výrazně od stavu předpokládaného v indikativní nabídce, následuje finální kolo finančního modelování. Původní model je upraven a doplněn o nově zpřesněné informace a je vypracována finální podoba finanční struktury transakce. Následně se dojednávají personální podmínky a formát budoucí spolupráce mezi private equity fondem a cílovou společností. Posledním bodem je závěrečné vyjednávání o ceně a způsobu její úhrady (celá kupní cena je obvykle rozvržena do několika splátek, její výše je také často vázána na dosažení stanovené úrovně ekonomické výkonnosti) se současnými vlastníky. Finální návrh je předložen ke schválení investičnímu výboru fondu. Po schválení již následují pouze kroky přímo vedoucí k realizaci transakce – je vydán capital call, jsou vyjednány úvěry s bankami (jsou-li v transakci použity i cizí zdroje – v drtivé většině případů tomu tak bývá) a jsou připravena konečná znění relevantních smluv. Následně je realizována samotná transakce a tím je investiční proces dokončen.⁶²

2.2.2 Holding period

Na rozdíl například od bankovního financování ale provedením investice hlavní činnost private equity společnosti teprve začíná. Během *holding period* musí v cílové společnosti provést změny, které povedou ke zvýšení její hodnoty tak, aby byl naplněn původní business plán transakce a společnost mohla být následně se ziskem odprodána. Během tohoto období proto spolu manažeři private equity fondu a portfoliové společnosti úzce spolupracují. Investiční manažeři private equity fondu společnosti ve svém portfoliu obvykle soustavně neřídí, určují však strategii, a klíčová rozhodnutí jsou tedy podrobena jejich schválení. Mimo to mohou portfoliové společnosti využívat kontaktů, zkušeností a know-how private equity firmy, profitovat mohou i ze synergií mezi nimi a jinými společnostmi v portfoliu téhož fondu. Z hlediska personálního je kooperace nastavena tak, že firma je nadále řízena stávajícími manažery (ti jsou zainteresováni na úspěchu

⁶² SHUMAN, J. *Private equity Investment Process* 10-2015 [cit. 2016-06-07]. Dostupné na <http://www.slideshare.net/JustinShuman/drexel-private-equity-guest-lecture-10-202015>

prostřednictvím opcí na akcie) a manažeři investičního fondu zastávají funkce v dozorčí či správní radě. Doba, po kterou private equity fond drží účast v portfoliových společnostech, trvá obvykle mezi 5 až 7 lety. Určitý čas totiž trvá, než se nově provedené strategické změny promítnou v ekonomických výsledcích portfoliové společnosti. Kratší proto bývá jen výjimečně v případech, kdy se objeví nabídka k prodeji, kterou zkrátka nelze odmítnout. Naopak delší doba držení je způsobena buď nedostatečně rychlou implementací změn, neuspokojivým ekonomickým výkonem, nebo špatnou situací na trhu, kdy není možné i dobře fungující společnost odprodat za odpovídající cenu. Delší doba držení je spíše nežádoucí, protože vede k prodlužování existence fondu a snižuje jeho IRR.⁶³

2.2.3 Strategie odchodu z investice

Závěrečnou etapou životního cyklu private equity fondu je období ukončování investic, tedy *exit*. K tomu dochází v posledních třech letech plánované existence fondu v závislosti na tom, jak jednotlivé investice „dospívají“. Fond uzavírá své investiční pozice rozprodejem svého portfolia a investorům obratem vyplácí odpovídající podíl na výnosech z transakce. V případě, že v době konce životnosti fondu jsou v portfoliu stále „nezralé“ investice, je možné buď prodloužit dobu trvání fondu (v případě, že jich je větší množství), převést účast v nich do jiného fondu spravovaného touž společností, nebo účast odprodat s vědomím, že se tím přichází o část dosud nerealizovaného zisku. Skutečně výjimečně se stává, že fond při své likvidaci na investory převede přímo účasti v dosavadních portfoliových společnostech.⁶⁴

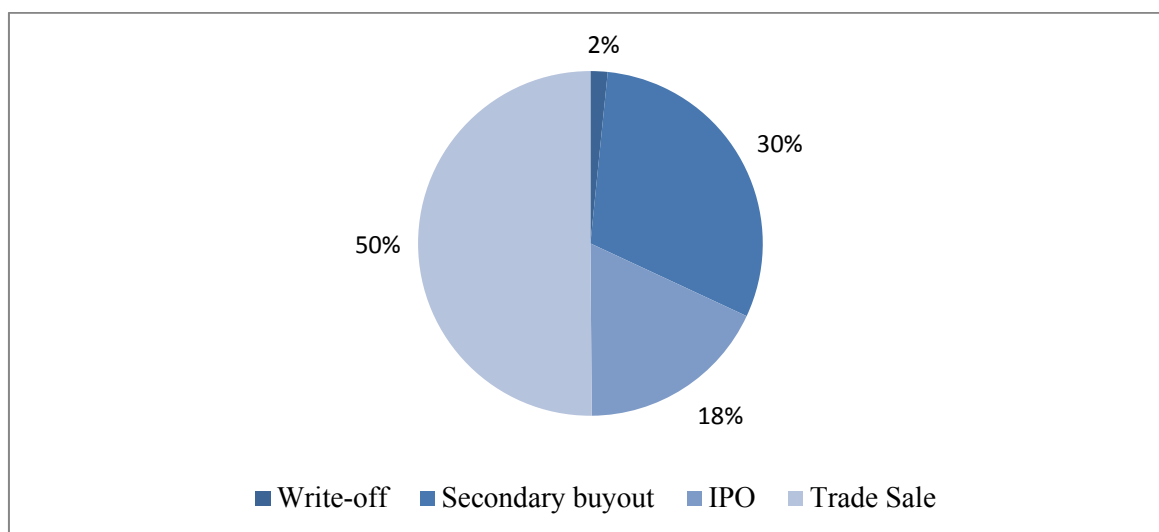
Vzhledem ke způsobu fungování private equity fondů je exit z investice momentem, kdy se hodnota vytvořená v průběhu holding period zhmotní. Protože fondu neplynou žádné příjmy z portfoliové společnosti v době trvání investice, je správně načasovaný a provedený odchod z investice zcela zásadní pro výši zisku jak pro investory, tak pro fond obhospodařující private equity společnost. Rozhodnutí o strategii a formě exitu z investice je proto jedním z klíčových rozhodnutí za dobu života fondu, a je mu proto také věnována maximální pozornost. Tři nejčastější formy ukončení účasti v investici jsou

⁶³ FRASER-SAMPSON, G. 2010. *Private Equity as an Asset Class*

⁶⁴ SEEKING ALPHA. *Four Stages in the Life of a Private Equity Fund* [online]. 2009 [cit. 2016-06-06]. Dostupné na <http://seekingalpha.com/article/172992-4-stages-in-the-life-of-a-private-equity-fund>

tzv. *trade sale*, *IPO* a *secondary buyout*. V Grafu 12 vidíme podíly jednotlivých strategií exitu na celkovém počtu exitů v roce 2015. Dále vidíme, že k odpisu neúspěšné investice, tzv. *write-off* došlo jen ve 2 % všech private equity odchodů uskutečněných v minulém roce. To jen dokládá, že kritéria posuzování investic v rámci investičního procesu jsou nastavena opravdu tvrdě a tímto sítím projdou v drtivé většině případů jen skutečně kvalitní investiční příležitosti.

Graf 12 - Strategie vystoupení z private equity investice v roce 2015



Zdroj: PREQIN. *2015 Private Equity-Backed Buyout Deals and Exits* [online]. 01-2016 [cit. 2016-06-08]. Dostupné na <https://www.preqin.com/docs/reports/Preqin-Buyout-Deals-Q4-2015.pdf>

Je zřejmé, že nejčastější formou ukončení investice je *trade sale*, kterým v loňském roce skončila přibližně polovina investic. *Trade sale* znamená prodej strategickému investorovi, který společnost kupuje jako dlouhodobou investici s tím, že bude provozovat její podnikání a dále rozvíjet její činnost. Strategický investor je firma, která sama působí ve stejném odvětví jako kupovaná společnost. Z hlediska strategického investora může jít o velmi výhodný obchod, neboť kupovaná společnost pro něj obvykle mívá specifickou dodatečnou hodnotu. Jejím začleněním do vlastních aktivit může získat přístup na nové trhy či zvýšit tržní podíl na trzích stávajících, doplnit své portfolio činností či profitovat ze synergických efektů. I z hlediska private equity fondu jde o komfortní způsob ukončení investice, který je v porovnání s IPO rychlý, jednoduchý a nákladově nenáročný.⁶⁵

⁶⁵ GOMPERS, P., DORE, T. *Private Equity Exits*. Harvard Business School Background Note 213-112, May 2013

V asi 30 % procentech případů končí investice secondary buyoutem. Jde o prodej účasti v portfoliové společnosti dalšímu private equity fondu, který se na tento typ transakcí specializuje. Ač by se mohlo zdát, že již první private equity fond vytěží z portfoliové společnosti maximum, není tomu vždy tak. Vzhledem k časovému omezení trvání investice upřednostňují investiční manažeři rychlé změny, které budou mít efekt v krátkodobém horizontu tak, aby hodnota společnosti byla co nejvyšší v momentu odchodu fondu z investice.⁶⁶ Pro secondary buyout fondy zde tedy zbývá prostor pro změny dlouhodobějšího charakteru. Taktéž se stává, jak bylo uvedeno výše, že i efekt změn provedených prvotním fondem se dostavuje s delším než původně zamýšleným zpožděním. Taková situace je pro secondary buyout též příznivá, neboť z ní během své holding period mohou snadno profitovat.⁶⁷

K IPO vede necelých 20 % investic private equity fondů. Z možných způsobů ukončení investice je IPO bezpochyby způsobem nejprestižnějším – to je ostatně i jeden z důvodů, proč private equity firmy volí tento způsob odchodu z investice. IPO ale samozřejmě není určeno pro všechny společnosti v portfoliu fondu. Musí jít o dostatečně velkou společnost s dynamickým růstovým potenciálem, aby o ni byl mezi investory na veřejném trhu zájem. Smyslem IPO je totiž získat dodatečný kapitál pro další rozvoj. Hlavní výhodou je přístup k prakticky nevyčerpatelnému zdroji financování a obvykle vyšší cena, než které by se podařilo dosáhnout běžným prodejem. Vedlejším efektem je také značná prestiž spojená se statutem veřejně obchodované společnosti, jakož i zvýšení obecného povědomí o firmě a jejích produktech. Netřeba dodávat, že i pro private equity firmy jde o osvědčení kvality, které jí usnadní získávání investorů pro budoucí fondy. Výhodou je také, že současní investoři fondu mají možnost ponechat si svou účast ve společnosti a participovat tak na potenciálním růstu její budoucí hodnoty. Nevýhodou je značná zdlouhavost a vyšší nákladnost, neboť jde proces, který je ve silně regulován, a také vysoká závislost výnosu z IPO na aktuální situaci a náladě na akciových trzích.⁶⁸

⁶⁶ KAPLAN, S., STROMBERG, P. *Leveraged Buyouts and Private Equity* [online]. 2008 [cit. 2016-05-05]. Dostupné na <http://faculty.chicagobooth.edu/steven.kaplan/research/ksjep.pdf>

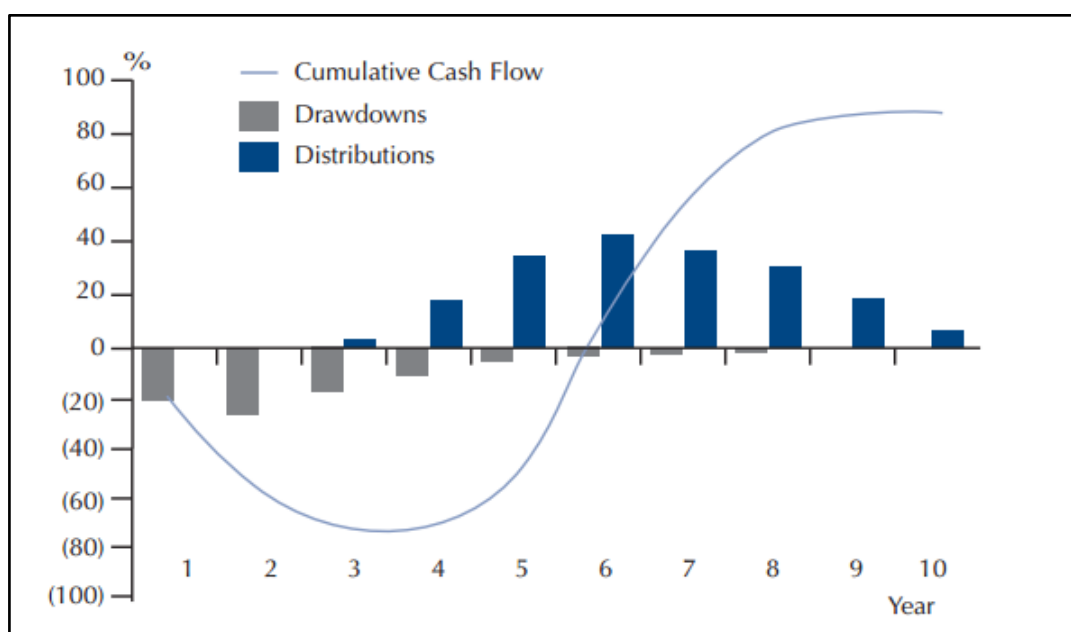
⁶⁷ ACHLEITNER, A., FIGGE, C. *Private Equity Lemons? Evidence on Value Creation in Secondary Buyouts* [online]. 02-2011 [cit. 2016-06-08]. Dostupné na http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1756901

⁶⁸ LERNER, Joshua., Ann. LEAMON a G. Felda. HARDYMON. 2012. *Venture Capital, Private Equity, and the Financing of Entrepreneurship*.

2.2.4 J-křivka

Grafickým vyjádřením vývoje toků kapitálu mezi investory a private equity fondem v průběhu jeho života je J-křivka. Tu zachycuje Graf 13. V prvních letech fungování fondu jasně dominují toky směrem od investorů do fondu (*drawdowns*). Jde o důsledek jednotlivých capital calls, které se postupně vyhláší s tím, jak fond podniká své první investice. V následujících letech můžeme pozorovat první výplaty zisku investorům z již ukončených investic (*distributions*). Kolem pátého roku existence fondu toky kapitálu směrem k investorům převládají a vysoké výplaty zisku vytáhnou kumulované cash flow do kladných hodnot.

Graf 13 - J-křivka



Zdroj: VENTURE CHOICE. *Why and How to Invest in Private Equity: Introduction and Background to the Asset Class* [online]. 2002 [cit. 2016-06-08]. Dostupné na http://www.venturechoice.com/articles/why_n_how_to_inv_in_priv_equity.htm

J-křivku je možné zakreslit i s využitím IRR fondu namísto cash flow. Tvar je velmi podobný. Záporné IRR v prvních letech vyjadřuje skutečnost, že investorům vznikají náklady (management fees, transakční náklady), aniž by jim plynuly nějaké výnosy. Teprve až zhodnocení vložených prostředků, ke kterému dochází až v okamžiku ukončení prvních investic, vede k pozitivnímu IRR.

Obecně přitom platí, že celkovou výkonnost private equity fondu lze fundovaně hodnotit až po ukončení jeho činnosti – do té doby se jedná, především z důvodu těžko předvídatelných výnosů z ukončování jednotlivých investic, pouze o odhady. J-křivka, která vyjadřuje fakt, že IRR je v prvních letech existence fondu zákonitě záporné, je důvodem, proč mnoho investorů váhá s investicí do private equity fondů a je také jedním z důvodů existence sekundárních trhů s účastmi v private equity fonděch. Využitím sekundárního trhu se někteří investoři snaží J-křivku obejít a vstoupit do fondu až ve chvíli, kdy je jeho IRR již pozitivní.⁶⁹

⁶⁹ GOLDMAN SACHS. *Understanding the J-Curve: A Primer on Interim Performance of Private Equity Investments* [online]. 12-2006 [cit. 2016-06-08]. Dostupné na http://www.goldmansachs.com/gsam/pdfs/USTPD/education/understanding_J_Curve.pdf

3 LEVERAGED BUYOUT

Tato kapitola se věnuje leveraged buyout transakcím. Jejím cílem je nejprve leveraged buyout charakterizovat a vysvětlit princip jeho fungování, v druhé části je pak zaměřena na způsoby, kterými se během transakcí tohoto typu tvoří hodnota.

3.1 ZÁKLADNÍ CHARAKTERISTIKA A TYPY

Ponecháme-li stranou velmi specifické odvětví venture capitalu, lze směle říci, že *leveraged buyout* (LBO) je transakcí charakterizující private equity. Pro buyout fondy jde jednoznačně o nejrozšířenější způsob investování a jejich základní modus operandi. Jak již vyplývá ze samotného termínu, pro financování těchto obchodů se využívá leverage, neboli finanční páka. Pro LBO transakce je proto charakteristický vysoký podíl dluhového financování. Investor díky tomu získává kontrolní podíl v cílové společnosti oproti relativně malému množství jeho vlastního kapitálu, zbývající část kupní ceny je uhrazena s využitím cizích zdrojů. Typicky jde o kombinaci dluhových prostředků, přičemž zpravidla hlavní část z nich představuje zajištěný bankovní úvěr, který je ze své povahy seniorní ve vztahu k ostatním cizím zdrojům financování. Zbytek potřebné částky je pokryt buď vydáním dluhopisů, nebo prostřednictvím dalšího, podřízeného úvěru.⁷⁰

Prostředky, které do transakce vkládá private equity fond z kapitálu poskytnutého jeho investory, tvoří pouze 10 – 40 % celkové sumy. Právě kvůli nízkému poměru vlastního kapitálu vůči dluhu je LBO skutečně velmi riziková investiční strategie – tomu ovšem odpovídá i vysoký potenciální výnos z ní. Fondy u každé transakce míří na ambiciózní hodnotu IRR mezi 25 – 30 %. Naopak riziko spojené s ní se snaží minimalizovat v průběhu procesu selekce investičních příležitostí. Riziko však nejvíce systematicky eliminuje samotná podstata private equity fondů. Vsadit vše na jednu kartu a podniknout investici tohoto rázu s veškerými dostupnými prostředky by bylo skutečně extrémně rizikové. Podstatou fondovního investování je ovšem diverzifikace portfolia a investice do

⁷⁰ Z povahy transakce jde o dluhopisy spekulativního charakteru s vysokým výnosem. Podřízený dluh je často kombinován s prvky hybridního financování, které věřitelům v předem definovaných situacích přiznává nárok na kapitalizaci jejich pohledávky. Pro tento typ úvěru se též používá označení mezzanine.

několika (desítek) investičních projektů zároveň. To vede k rozložení rizika a jeho snížení na únosnou mez.⁷¹

Hlavní kouzlo LBO spočívá v tom, že akvizičním úvěrem je zatížena přímo cílová společnost a z jejích výnosů jsou také spláceny jak splátky jistiny, tak úroky z ní. Aktiva cílové společnosti také slouží k zajištění přijatého úvěru. Situaci je tedy možné v hrubých obrysech přirovnat k nákupu nemovitosti, který je financován hypotékou, jejímu následnému pronájmu a využití výnosů z pronájmu k postupnému splácení přijaté hypotéky.⁷²

Výhod, které pro investora plynou z využití cizího kapitálu, je hned několik. Předně, obecně platí, že dluhové financování je oproti kapitálovému levnější a navíc je zde možné profitovat z efektu daňového štítu. Hlavním výhodou je ovšem skutečnost, že úroky z cizího kapitálu jsou fixní a nezávislé na vývoji výnosů financovaného podniku. To je potenciálně nebezpečné v případě, že se cílové společnosti nedaří a hrozí jí finanční tíseň, na druhou stranu to ale vytváří velký prostor pro zisk investora. Podaří-li se mu firmu transformovat, zvýšit její ziskovost a tím i hodnotu, nemusí se o výnos z jejího prodeje s věřiteli dělit. V případě, že by k financování celé operace byl použit výhradně vlastní kapitál, budou ze zvýšení hodnoty společnosti poměrně profitovat všichni její vlastníci a zisk připadající na private equity fond z celé transakce bude podstatně menší. Užití cizího kapitálu pak v neposlední řadě umožňuje private equity fondu „dosáhnout“ na objemově větší investice, neboť z vlastních zdrojů musí poskytnout jen malou část celkových prostředků nutných k jejímu financování.⁷³

Základním principem LBO transakce je tedy „samosplácení“ dluhu z akvizičního financování, což samo o sobě generuje hodnotu pro investory. Tržní hodnota vlastního kapitálu se totiž rovná tržní hodnotě firmy ponížené o hodnotu cizích zdrojů.⁷⁴ Tím, jak v průběhu investice cílová společnost splácí úvěr, klesá množství cizích zdrojů a roste

⁷¹ KAPLAN, S., STROMBERG, P. *Leveraged Buyouts and Private Equity* [online]. 2008 [cit. 2016-06-20]. Dostupné na <http://faculty.chicagobooth.edu/steven.kaplan/research/ksjep.pdf>

⁷² TUCK SCHOOL OF BUSINESS. *Note on Leveraged Buyouts* [online]. 2002 [cit. 2016-06-20]. Dostupné na http://pages.stern.nyu.edu/~igiddy/LBO_Note.pdf

⁷³ POVALY, S. *Private Equity Exits: An analysis of divestment proces management in relation to leveraged buyouts* [online]. 2006 [cit. 2016-06-20]. Dostupné na [http://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/3238/\\$FILE/dis3238.pdf](http://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/3238/$FILE/dis3238.pdf)

⁷⁴ JENKINSON, T. *Note on Valuation and Mechanics of LBOs* [online]. 2009 [cit. 2016-06-23]. Dostupné na http://www.sbs.ox.ac.uk/sites/default/files/Private_Equity/Docs/lbo-mechanics-new.pdf

hodnota vlastního kapitálu, i když hodnota celé firmy zůstává konstantní. Private equity fondu tak plyne výnos již z pouhého držení podílu v cílové společnosti, aniž by podnikla jakékoliv jiné kroky ke zvýšení celkové hodnoty firmy. V praxi se ale private equity fond ale samozřejmě snaží celkovou hodnotu firmy zvýšit, aby byl zisk z LBO co největší.⁷⁵

Zatížení cílové společnosti dluhem má samo o sobě též pozitivní dopady na její řízení a fungování, a to především u společností, které disponují dostatkem volných peněžních prostředků. Povinnost splácet přijatý úvěr nutí management ke zvyšování provozní efektivity. Příkladem může být odprodej nevýnosných aktiv, lepší využití volných peněžních prostředků, opuštění aktivit nesouvisejících s hlavní činností společnosti či investice do nových technologií. Nástrojem zvyšování efektivity je ale též propouštění a obecně snižování nákladů. Zatížení společnosti splátkami úvěru také snižuje množství volných peněžních prostředků, se kterými může management nakládat dle své vůle - tím se snižuje riziko zbytečného plýtvání.⁷⁶

3.1.1 Ideální kandidát pro LBO

Leveraged buyout cílí na zralé podniky v pozdějším stadiu jejich životního cyklu, vzhledem k vysokému dluhovému zatížení ale není možné použít model LBO transakce pro akvizici jakéhokoliv podniku. Naprosto zásadním kritériem je stabilita a necykličnost cash-flow cílové společnosti. Typickým cílem je zavedený podnik v tradičních odvětvích se spíše nižším růstovým potenciálem. Služba či produkt, který podnik nabízí, by měl mít již vybudovaný stabilní trh a známost značky, a tudíž by neměl vyžadovat vysoké kapitálové výdaje, výdaje na vývoj a inovace ani agresivní marketing. Vítaná je také přítomnost aktiv či firemních divizí, které je možné snadno odprodat a kompenzovat tak neočekávané výkyvy v cash-flow. V souhrnu se proto jako velmi příznivá jeví například regulovaná odvětví, ideálně s existujícím monopolem, který nemusí čelit konkurenci, odvětví s nízkým růstem a stabilní poptávkou a tradiční průmyslová „low-tech“ odvětví. Zajímavé z tohoto hlediska mohou být i společnosti podnikající v oblasti komerčních nemovitostí. Naproti tomu zcela nevhodná jsou odvětví se silným, ale nepředvídatelným růstem a odvětví, kde dochází k častým technologickým změnám, neboť podniky v těchto

⁷⁵ POVALY, S. *Private Equity Exits: An analysis of divestment proces management in relation to leveraged buyouts* [online]. 2006 [cit. 2016-06-20]. Dostupné na [http://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/3238/\\$FILE/dis3238.pdf](http://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/3238/$FILE/dis3238.pdf)

⁷⁶ JENSEN, M. *Eclipse of the Public Corporation*

odvětvích mají jen velmi těžce předvídatelný vývoj provozního cash-flow a jejich zatížení vysokými splátkami úvěru není dost dobře představitelné. Zásadní je také aktuální kapitálová struktura cílové společnosti. Atraktivní jsou podniky s nulovým nebo velmi nízkým podílem financování cizím kapitálem, a tudíž nevyčerpanou úvěrovou kapacitou. Další požadavky na vhodného LBO kandidáta, jak je rozlišuje jedna z největších private equity firem, KKR, obsahuje Tabulka 3.⁷⁷

Tabulka 3 - Vlastnosti ideálního kandidáta pro LBO

	Finanční	Podnikatelská
Kritéria	<ul style="list-style-type: none"> • V minulosti prokázaná ziskovost • Schopnost udržet ziskovou marži nad průměrem odvětví • Vysoké a předvídatelné cash-flow • Snadno zcizitelná aktiva či části podniku 	<ul style="list-style-type: none"> • Silný manažerský tým • Produkt se silnou značkou a postavením na trhu • Dosažitelná výrobní efektivita • Růstový potenciál • Nízké cyklické výkyvy v poptávce • Produkt, který nepodléhá rychlým technologickým změnám

Zdroj: LOOS, N. *Value Creation in Leveraged Buyouts* [online]. 2005 [cit. 2016-06-21]. Dostupné na [http://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/wwwDisplayIdentifier/3052/\\$FILE/dis3052.pdf](http://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/wwwDisplayIdentifier/3052/$FILE/dis3052.pdf)

3.1.2 Odvozené typy transakcí

LBO je základní transakcí, kterou buyout fondy podnikají. Na jejím základě se postupně vyvinuly další obdobné modely, které se liší buď způsobem provedení, nebo aktéry, kteří v rámci transakce vystupují. Společným základem je však vždy využití vysokého podílu dluhového financování a splácení akvizičního úvěru samotnou cílovou společností.

Management buyout

Management buyout (MBO) je transakce velmi podobná LBO. Hlavní rozdíl spočívá v tom, že jako kupci cílové společnosti v tomto případě vystupují její stávající manažeři.

⁷⁷ LOOS, N. *Value Creation in Leveraged Buyouts* [online]. 2005 [cit. 2016-06-21]. Dostupné na [http://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/wwwDisplayIdentifier/3052/\\$FILE/dis3052.pdf](http://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/wwwDisplayIdentifier/3052/$FILE/dis3052.pdf)

Samozřejmě, vzhledem k velikosti cílové společnosti není obvykle reálné, aby její, byť vrcholový management, z vlastních zdrojů zafinancoval celé převzetí. Užívá se zde tedy dluhového financování podobně jako v případě LBO. Velmi časté jsou také situace, kdy spolu s managementem koinvestuje private equity fond dodávající chybějící část vlastního kapitálu. V takovém případě je nutné vyřešit určitý rozpor mezi zájmy obou skupin investorů, neboť private equity fondy v souladu se svým životním cyklem operují s investičním horizontem kolem 5 let, zatímco management firmy má typicky ambice držet svůj podíl výrazně dlouhodoběji. V takovém případě může být podíl private equity fondu při jeho odchodu odkoupen samotným managementem, k čemuž je využito další kolo dluhového financování. Zřetelnou výhodou MBO je odstranění informační asymetrie mezi kupujícím a prodávajícím, neboť management odkupuje „svou“ společnost, kterou dokonale zná. MBO může být také strategickým rozhodnutím v případech silného konkurenčního boje a hrozby nepřátelského převzetí – to se týká především veřejně obchodovaných společností. V takovém případě může být pro předmětnou společnost vhodnější přistoupit k MBO, stát se opět veřejně neobchodovanou společností, a zamezit tak nepřátelskému převzetí. Ačkoliv MBO odbourává informační asymetrii mezi kupujícím a prodávajícím, tuto bariéru naopak staví mezi managementem a stávajícím vlastníkem společnosti. Management podniku má totiž k dispozici více informací a zná předmětnou společnost lépe než její vlastník. Hranice mezi MBO a insider tradingem je tedy skutečně velmi tenká, neboť management může mít informace o skryté hodnotě společnosti a tuto skutečnost vlastníkově záměrně zatajit, aby dosáhl co nejnižší kupní ceny. V extrémních případech může docházet i k účelovému aktivnímu jednání managementu, jehož cílem je vytvořit zdání, že hodnota podniku je nižší, než ve skutečnosti je (účetní operace, zveřejňování nepravdivých informací apod.).⁷⁸

Management buy-in

Dalším transakčním typem je *management buy-in* (MBI). Ten se velmi podobá MBO, rozdíl tkví v tom, že hlavním investorem vedoucí akvizici je externí management. Často jde o manažery jiné společnosti podnikající ve stejném nebo blízkém odvětví tak, aby co nejvíce zužitkovali své znalosti tohoto trhu, business modelu a provozního řízení podobné společnosti. MBI míří na podhodnocené společnosti, které nejsou dobře spravovány a mají

⁷⁸ BRUNER, R., PAINE, L. *Managements Buyouts and Managerial Ethics*

velký prostor pro zlepšení v oblasti provozního hospodaření. Často na dlouhodobé bázi spolupracují přímo s některým z private equity fondů. Rozdíl oproti běžné LBO spočívá v tom, že se transakci vede přímo nově příchozí externí management a prvoplánově se počítá s nahrazením managementu stávajícího. MBI má tak z jeho pohledu charakter nepřátelského převzetí.

Buy-in management buyout

V případě *buy-in management buyout* (BIMBO) se pak kombinují výhody obou předchozích akvizičních typů. Investici vede tým stávajících manažerů společnosti ve spojení s nově příchozím externím managementem. Interní management disponuje rozsáhlými znalostmi o cílovém podniku, zatímco externí manažeři přinášejí expertizu v oblastech, která stávajícímu managementu chybí. Interní management si je sám často vědom oblastí řízení, kde existuje prostor pro zlepšení, a nabízí vytipovaným externím manažerům účast na společné akvizici.

Public to private

Poslední typem, o kterém je třeba se alespoň v krátkosti zmínit, jsou transakce typu *public to private*. Jde o výjimku z pravidla, že private equity fondy investují výhradně do veřejně neobchodovaných společností. Cílem public to private transakce je právě naopak veřejně obchodovaná společnost, jejíž akcie jsou ovšem ihned po akvizici z veřejného obchodování staženy. Specifikem je zde skutečnost, že private equity firmy nejsou z důvodu roztržitého vlastnictví akcií schopny od jednoho prodávajícího získat podíl, který by jim umožnil stáhnout akcie z veřejného obchodování. Tím, že začnou akcie nakupovat na veřejném trhu, jejich cena pochopitelně roste a private equity firma při pokusu o ovládnutí společnosti platí prémii, která se v jednotlivých případech pohybuje mezi 15 až 50 % původní ceny akcie. Dalším krokem v některých případech může být učinění veřejné nabídky odkupu zbývajících akcií či snaha o vytěsnění zbývajících akcionářů tak, aby se private equity fond stal jediným akcionářem společnosti. Další průběh transakce se pak již od běžného postupu neliší.⁷⁹

⁷⁹ KAPLAN, S., STROMBERG, P. *Leveraged Buyouts and Private Equity* [online]. 2008 [cit. 2016-05-05]. Dostupné na <http://faculty.chicagobooth.edu/steven.kaplan/research/ksjep.pdf>

3.2 TVORBA HODNOTY V LBO

Základním mechanismem fungování private equity investic je akvizice podílu ve společnosti, zvýšení jeho hodnoty během holding period a následný prodej se ziskem za vyšší cenu. LBO transakce jsou z tohoto hlediska velmi vhodné, neboť efekt zvýšení hodnoty společnosti je ještě multiplikován díky využití dluhové páky. Již výše bylo uvedeno, že při LBO transakci zvyšuje hodnotu podílu už jen samotné „samosplácení“ akvizičního úvěru cílovou společností. Její velká část je ale vytvořena dalšími opatřeními managementu v provozní oblasti a změnách ve strategickém směřování podniku. Sada konkrétních opatření se pochopitelně liší případ od případu a je do určité míry proprietárním know-how každé private equity společnosti. Analýzou finančních dat z již proběhlých investic je ovšem možné identifikovat některé shodné rysy a skupiny faktorů, které jsou přítomny a vytvářejí hodnotu v téměř každé LBO transakci. Za základní dělení lze považovat to, které představili Berg a Gottschalg. Ti rozlišují:

- *value creation* (faktory tvořící hodnotu)
- *value capturing* (faktory zachycující hodnotu)

Mezi value creation jsou zařazeny faktory, které přímo souvisí s cílovou společností, a jsou tedy pod přímou kontrolou private equity společnosti. Naopak faktory patřící mezi value capturing jsou investujícím fondem ovlivnitelné jen zčásti. Value capturing faktory jsou v podstatě pouze vývoj tržní valuace a další okolnosti ovlivňující kupní a prodejní cenu cílové společnosti, jako jsou například vyjednávací schopnosti private equity společnosti.

Naproti tomu value creation faktory jsou ze své podstaty vnitropodnikového charakteru a lze je dále rozdělit do tří samostatných skupin, kterými jsou finanční inženýrství, provozní efektivita a corporate governance.⁸⁰ Dle jiné metodiky lze dále rozlišovat kvantitativní faktory, které přímo vyjadřují výkonnost podniku, a tedy i jeho hodnotu, neboť ta se z ní přímo vypočítává, a faktory kvalitativní, které stojí v pozadí a určují hodnotu kvantitativních faktorů, čímž nepřímo působí i na hodnotu celého podniku.⁸¹

⁸⁰ BERG, A., GOTTSCHALG, O. *Understanding Value Generation in Buyouts*

⁸¹ ACHLEITNER, A., BRAUN, R., ENGEL, N., FIGGE, C., & TAPPEINER, F. *Value Creation Drivers in Private Equity Buyouts: Empirical Evidence from Europe*

Kombinací obou přístupů dostáváme následujícími schéma kategorizace faktorů ovlivňujících hodnotu podniku v LBO transakci:

Tabulka 4 - Faktory tvorby hodnoty v LBO

Kategorie	Value Creation		Value Capturing
Kvantitativní faktor	Finanční inženýrství	Provozní efektivita	Tržní valuace
Kvalitativní faktor	Corporate governance		

Zdroj: vlastní zpracování, založeno na BERG, A., GOTTSCHALG, O. *Understanding Value Generation in Buyouts* a LOOS, N. *Value Creation in Leveraged Buyouts* [online]. 2005 [cit. 2016-06-23]. Dostupné na [http://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/wwwDisplayIdentifier/3052/\\$FILE/dis3052.pdf](http://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/wwwDisplayIdentifier/3052/$FILE/dis3052.pdf)

V souvislosti s tvorbou hodnoty v private equity transakcích je třeba zmínit i odbornou debatu, která se v této oblasti vede. V 80. letech vznikla řada studií, které reagovaly na tehdejší mohutný vzestup obliby LBO investic a které zkoumaly efektivitu řízení cílových společností v porovnání s podobnými veřejně obchodovanými společnostmi. Výsledky těchto studií potvrzují, že společnosti vlastněné a spravované private equity fondy dosahují lepších ekonomických výsledků než jejich veřejně obchodované protějšky. Steven Kaplan například shledal, že veřejně obchodované společnosti, které byly získány do portfolia private equity fondů a následně staženy z veřejného obchodování, dosahují v závislosti na odvětví v průměru o 10-20 % lepší ziskovosti tržeb⁸², což bezesporu poukazuje na vyšší efektivitu hospodaření. Asi nejdále šel v tomto ohledu Michael Jensen, který předvídal, že private equity se z důvodu své celkově vyšší efektivity stane hlavním způsobem investování do vlastního kapitálu. Dnes můžeme říci, že se tento předpoklad doposud nenaplnil, neboť objem transakcí v private equity je stále jen pouhým zlomkem objemů obchodovaných na akciových trzích.⁸³

Objevily se ale i závěry shledávající, že private equity investice nevytváří žádnou hodnotu změnami v provozním hospodaření a k dosažení zisku využívají pouze daňových výhod dluhového financování a správného načasování svých investic na období, kdy trhy nesprávně oceňují skutečnou hodnotu cílové společnosti.⁸⁴ Drtivá většina studií

⁸² ROS - return on sales, poměr zisku (v tomto případě EBITDA) k celkovým tržbám

⁸³ JENSEN, M. *Eclipse of the Public Corporation*

⁸⁴ RAPPAPORT, A. *The Staying Power of the Public Corporation*

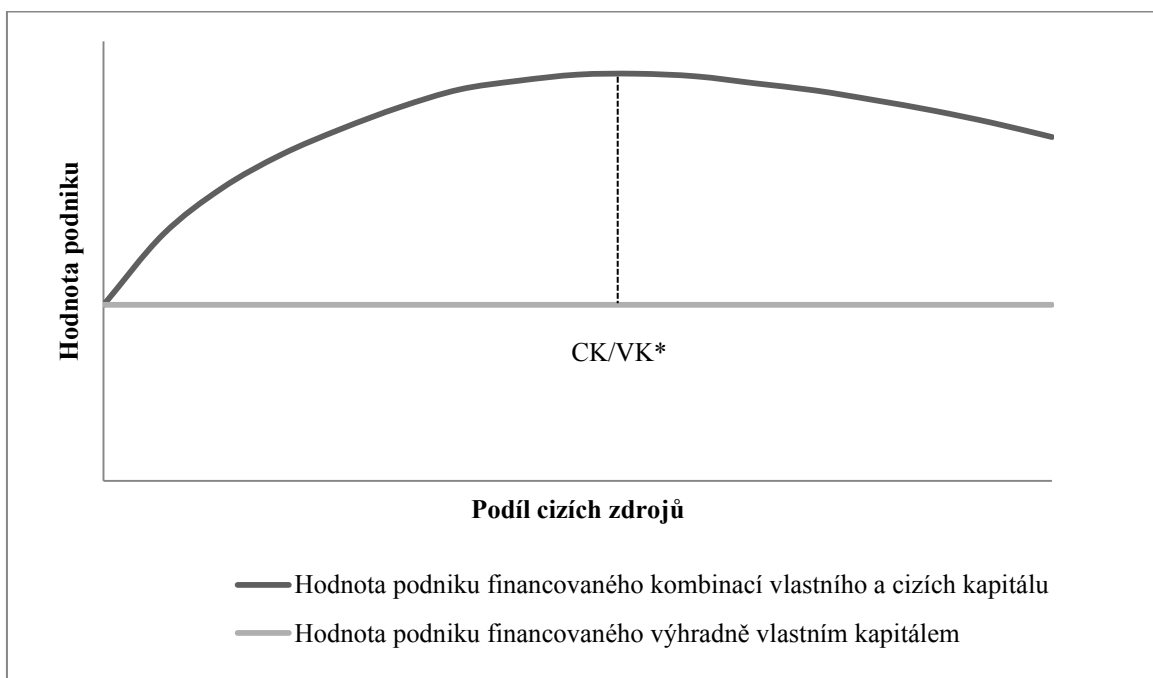
z následujících let ale došla k závěru, že private equity fondy vytváří hodnotu prostřednictvím působení na provozní efektivitu cílových společností, a dokonce se podařilo prokázat vztah mezi specifickou expertizou investičního manažera a zlepšením provozního hospodaření společností v jeho portfoliu. Bývalí provozní manažeři dosahují lepších výsledků v transakcích, kde je vyžadována úzká specializace, zatímco například bývalí bankéři či finanční ředitelé ve službách private equity fondů mají lepší výsledky v obchodech, kde je třeba provést strategické změny, fúzi nebo akvizici s jinou společností. V každém případě však společnosti v portfoliu private equity fondů dosahují vyšší ziskovosti než srovnatelné veřejně obchodované společnosti.⁸⁵

3.2.1 Finanční inženýrství

Finanční inženýrství v tomto pojetí je silně propojeno s hledáním optimální kapitálové struktury společnosti. Teorie optimální kapitálové struktury společnosti vychází ze základního předpokladu, že kapitálová struktura má sama o sobě vliv na celkovou hodnotu podniku. To je důsledkem skutečnosti, že dluhové financování s sebou přináší, oproti situaci financování výhradně vlastním kapitálem, určitý užitek, ale také určité náklady. Užitek plynoucím z využití financování cizím kapitálem jsou předně typicky nižší náklady na tento kapitál a daňová uznatelnost úrokových nákladů. Nákladem dluhového financování je pak zvýšené riziko finanční tísně. Při nižších úrovních podílu dluhového financování jeho pozitiva zřetelně převyšují negativa, a zvyšování podílu cizích zdrojů tedy vede ke zvyšování hodnoty podniku. Optimální kapitálová struktura podniku je pak takový poměr vlastního a cizího kapitálu, ve kterém se mezní užitek dluhového financování rovná jeho mezním nákladům. V tomto bodě je také hodnota podniku nejvyšší, situaci zachycuje Graf 14.

⁸⁵ ACHARYA, V., et al. *Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity*

Graf 14 - Optimální kapitálová struktura



Zdroj: vlastní zpracování, založeno na CFA INSTITUTE. *Capital Structure* [online]. 2013 [cit. 2016-06-30].

Dostupné

na

https://www.cfainstitute.org/learning/products/publications/inv/Documents/corporate_finance_chapter5.pptx

Praktický dopad pro private equity investice pramení z toho, že valná většina podniků se před vstupem investora nachází v situaci pod optimálním poměrem cizího a vlastního kapitálu. Zvýšením zadlužením, ke kterému při LBO dochází převzetím akvizičního úvěru, se tak kapitálová struktura cílové společnosti přiblíží optimálnímu stavu. Nahrazení vlastního kapitálu cizími zdroje zvyšuje hodnotu podniku, protože cizí kapitál je obecně levnější než kapitál vlastní. Renomované private equity fondy se navíc těší důvěře bank, neboť ty vyhodnocují jimi prováděné transakce jako méně rizikové, a jsou tak schopny získat podstatně výhodnější podmínky externího financování.⁸⁶ Důležitým kanálem je samozřejmě daňová uznatelnost úroků, přičemž v závislosti na odvětví může efekt daňového štítu při LBO transakcích tvořit až 40 % hodnoty cílového podniku.⁸⁷

Druhým, méně zřetelným pozitivním efektem splácení je omezení volného cash-flow, se kterým může management podniku nakládat. Především ve společnostech se stabilně vysokými cash-flow (které jsou mimochodem ideálními kandidáty na LBO) svádí přebytek volných peněžních prostředků management k jejich neúčelnému nakládání

⁸⁶ DEMIROGLU, C., JAMES, CH. *The Role of Private Equity Group Reputation in LBO Financing*

⁸⁷ KAPLAN, S. *The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value*

a budování vzdušných zámků. Zatížení podniku dluhem sníží volný cash-flow a nutí manažery k investování volných peněz do skutečně smysluplných projektů. Vysoká dluhová zátěž je tak efektivním nástrojem kontroly managementu vlastníky.⁸⁸

Na závěr je třeba uvést, že finanční inženýrství bylo zdrojem tvorby hodnoty v LBO transakcích především v jejich raném období v 80. letech, neboť tehdy byly banky ochotny financovat až kolem 95 % výše akviziční ceny. Efekt daňového štítu byl za takových podmínek skutečně značný. V průběhu následujících let nicméně došlo ze strany bank ke zpřísnění podmínek financování LBO, které dnes vyžadují, aby přibližně 40 % kupní ceny bylo financováno vlastními zdroji private equity fondu. Tím poněkud poklesl i význam finančního inženýrství a private equity fondy se dnes ve větší míře zaměřují na jiné, především provozní faktory tvořící hodnotu.⁸⁹

3.2.2 Provozní efektivita

Při hledání nových investic se private equity fondy cíleně zaměřují na podniky, ve kterých mohou s využitím své znalosti daného odvětví a metod osvědčených v předchozích investicích zvýšit provozní efektivitu a tím i hodnotu celého podniku. Dle Loose stojí provozní změny až za dvěma třetinami hodnoty vytvořené během holding period a i dle jiných studií jde o naprosto stěžejní činitel ovlivňující hodnotu podniku v LBO.⁹⁰ Za provozní inženýrství jsou považovány změny, které mají přímý vliv na zisk a cash-flow cílové společnosti. Tradičně klíčovým ukazatelem, ze kterého se vypočítává hodnota podniku je při private equity transakcích zisk EBITDA. V rámci provozního inženýrství můžeme rozlišovat faktory intenzivního růstu a faktory růstu extenzivního. Intenzivní růstové faktory mají vliv na EBITDA marži⁹¹, tedy na ziskovost podniku, zatímco extenzivní faktory působí na absolutní růst EBITDA v důsledku obecného nárůstu tržeb.⁹² Intenzivní faktory růstu EBITDA lze v zásadě rozlišit na snižování nákladů a zlepšení využití stávajících aktiv, obě tyto kategorie jdou ale ruku v ruce a do značné míry se překrývají. Primárním zdrojem úspor je snižování transakčních nákladů uvnitř podniku

⁸⁸ JENSEN, M. *Eclipse of the Public Corporation*

⁸⁹ TUCK SCHOOL OF BUSINESS. *Note on Leveraged Buyouts* [online]. 2002 [cit. 2016-06-28]. Dostupné na http://pages.stern.nyu.edu/~igiddy/LBO_Note.pdf

⁹⁰ LOOS, N. *Value Creation in Leveraged Buyouts* [online]. 2005 [cit. 2016-06-28]. Dostupné na [http://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/wwwDisplayIdentifier/3052/\\$FILE/dis3052.pdf](http://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/wwwDisplayIdentifier/3052/$FILE/dis3052.pdf)

⁹¹ EBITDA marže je poměr EBITDA ku celkovým tržbám., jde tedy o jiné označení rentability tržeb

⁹² ACHLEITNER, A., LICHNER, K., DILLER, CH. *Value Creation in Private Equity* [online]. 2007 [cit. 2016-06-29]. Dostupné na https://www.altassets.net/pdfs/capitaldynamics_valuecreationinpe.pdf

a celková racionalizace jeho fungování. Obvykle dochází k zeštíhlení a zploštění organizační struktury podniku, při kterých jsou eliminovány nadbytečné pozice ve středním managementu. Dále jsou hledány úspory v hlavní činnosti podniku, kdy se vyčleňují a odprodávají činnosti podpůrné, které lze externě realizovat výhodněji, ukončuje se výroba produktů a služeb, které jsou nerentabilní, a v některých případech může dojít i k realokaci výrobních kapacit. V neposlední řadě jsou také znovu vyjednány smluvní vztahy s významnými dodavateli a odběrateli s cílem zlepšit řízení pracovního kapitálu. Výsledkem je obecně snížení stavu zásob a zkrácení obrátového cyklu peněz.⁹³

Extenzivní růst EBITDA může být vyvolán změnou podnikové strategie či cenové politiky, vstupem na nové trhy, uvedením nových produktů apod. Možnou cestou je také skupování dalších podniků s obdobným polem činnosti do portfolia private equity fondu a jejich následné slučování. V takovém případě je ovšem motivací jak růst extenzivní, tak růst intenzivní skrze využívání synergických efektů.⁹⁴

3.2.3 Corporate governance

Změny v corporate governance se nepromítají do ekonomických výsledků cílové společnosti přímo. Jde ovšem o významný kvalitativní faktor, který stojí na pozadí a je hnacím motorem obou výše rozebraných skupin kvantitativních faktorů. Teorie corporate governance se zabývá řešením problému zastoupení, který vzniká v situacích, kdy se zájmy pána (vlastníka) odlišují od zájmů agenta (manažera). V takovém případě manažer, který je nadán samostatnou rozhodovací pravomocí, může mít tendenci upřednostňovat své zájmy před zájmy vlastníka, kterému v důsledku toho vznikají náklady zastoupení. Pozitivní vliv změn v corporate governance plyne z faktu, že vlastnictví cílové společnosti private equity fondem řeší problém zastoupení lépe, než je tomu v případě veřejně obchodovaných společností, jejichž vlastnictví je silně roztrženo.⁹⁵

Jensen rozlišuje tři kanály, kterými je problém zastoupení v prostředí private equity řešen. První z nich vyplývá z pozitivního vlivu dluhu na finanční disciplínu manažerů a byl již popsán v kapitole věnované finančnímu inženýrství. Vyšší zadluženost podniku a s ní

⁹³ HOLTHAUSEN, R., LARCKER, D. (1996). *The Financial Performance of Reverse Leveraged Buyouts*

⁹⁴ LOOS, N. *Value Creation in Leveraged Buyouts* [online]. 2005 [cit. 2016-06-28]. Dostupné na [http://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/wwwDisplayIdentifier/3052/\\$FILE/dis3052.pdf](http://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/wwwDisplayIdentifier/3052/$FILE/dis3052.pdf)

⁹⁵

spojená povinnost splácet přijatý akviziční úvěr nutí manažery efektivněji nakládat s volnými peněžními prostředky podniku.

Zadruhé, v LBO transakci jsou zájmy vlastníků a manažerů také sladěny prostřednictvím motivačních programů, v rámci kterých má management při dosažení požadovaných ekonomických výsledků nárok na opce na akcie a další bonusy. Mimo to se také od manažerů vyžaduje, aby do cílového podniku investovali společně s private equity fondem, neboť vložením vlastních prostředků se jejich zainteresovanost na úspěchu transakce dále zvyšuje. Dle Kaplana se podíl manažerů společnosti na jejím základním kapitálu během LBO transakce průměrně zečtyřnásobí. Management cílové společnosti tak průměrně vlastní kolem 15 % jejích akcií, což už představuje nezanedbatelný podíl.⁹⁶ Fakt, že společnost není veřejně obchodovaná, navíc také znamená, že investice manažerů do společnosti je stejně jako investice private equity fondu velmi nelikvidní. Vzhledem k tomu, že hodnotu společnosti, na rozdíl od společnosti obchodované na veřejném trhu, nelze věrohodně určit před exitem private equity fondu z investice, nemají manažeři možnost odprodat své podíly před tímto datem. Tato skutečnost manažery odrazuje od přijímání opatření zvyšující hodnotu podniku pouze dočasně a naopak je motivuje skutečně usilovat o co nejvyšší hodnotu v dlouhodobějším horizontu.⁹⁷

Posledním kanálem je efektivnější monitoring a důslednější kontrola manažerů portfoliové společnosti private equity fondem. Po dobu trvání investice investiční manažeři private equity fondu úzce spolupracují a dohlíží na vrcholový management cílové společnosti. Klíčová strategická rozhodnutí navíc podléhají jejich schválení, některá tato rozhodnutí navíc sami přímo iniciují.⁹⁸

Manažeři private equity fondu za tímto účelem obsazují místa v dozorčích či správních radách kontrolovaných společností, a tyto orgány tak hrají ve správě společnosti velmi aktivní roli. Rady jsou také v porovnání s veřejně obchodovanými společnostmi podstatně menší, a tedy akceschopnější. Vedle toho se také scházejí častěji, ve vzorku společností studovaných Acharyou a Kehoem se jejich kontrolní orgán sešel na průměrně dvanácti

⁹⁶ KAPLAN, S. *The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value*

⁹⁷ KAPLAN, S., STROMBERG, P. *Leveraged Buyouts and Private Equity* [online]. 2008 [cit. 2016-06-28]. Dostupné na <http://faculty.chicagobooth.edu/steven.kaplan/research/ksjep.pdf>

⁹⁸ JENSEN, M. *Eclipse of the Public Corporation*

formálních schůzích za rok. Intenzivnější jsou též neformální vztahy a komunikace mezi členy těchto orgánů a managementem společnosti.⁹⁹

Personální změny jsou dalším nástrojem, který má private equity fond k dispozici. Jejich provedení je však vždy dvousečné, a proto i poměrně ošidné. Stávající management disponuje nejlepšími informacemi o jím řízené společnosti a zejména pak u relativně menších společností nelze přehlížet ani pozitivní efekt existujících osobních vazeb mezi stávajícím managementem a obchodními partnery společnosti. Primárně by tedy mělo být v zájmu private equity fondu udržet stávající manažery ve společnosti, k čemuž ostatně směřují i výše popsané motivační manažerské programy. Nicméně v případech, kdy vzájemná spolupráce vážne a nedaří se dosahovat očekávaných výsledků, jde o legitimní způsob řešení neuspokojivé situace. Ostatně nejde o nijak ojedinělý postup – generální ředitel je ve třetině případů vyměněn během prvních 100 dnů od uskutečnění investice. Je tedy zřejmé, že kontrola managementu vlastníky je v private equity podstatně efektivnější a důslednější než ve veřejně obchodovaných společnostech, kde především silná roztržičnost vlastnictví fakticky znemožňuje účinný výkon vlastnické kontroly. I to je bezesporu jedním z faktorů, který stojí za vyšší výkonností privátně vlastněných společností.¹⁰⁰

3.2.4 Tržní valuace

Posledním kanálem, kterým se při LBO akvizici tvoří hodnota, a tedy i zisk pro investory private equity fondu, je vývoj tržní valuace cílové společnosti mezi momentem vstupu a výstupu z investice. Rozdíl mezi kupní a prodejní cenou podílu v cílové společnosti je ostatně to, co vytváří zisk pro investory. Hodnota 100% podílu na vlastním kapitálu cílové společnosti je dána hodnotou jejího podniku po odečtení sumy cizích zdrojů. Samotná hodnota podniku se v private equity vyjadřuje jako násobek jeho EBITDA. Při troše zjednodušení lze říci, že v EBITDA jsou zahrnuty vnitropodnikové faktory, které byly rozebrány v předchozích subkapitolách, zatímco oceňovací násobek EBITDA je

⁹⁹ ACHARYA, V., et al. *Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity*

¹⁰⁰ ACHARYA, V., KEHOE, C. *Corporate Governance and Value Creation* [online]. 2008 [cit. 2016-06-29]. Dostupné na http://facultyresearch.london.edu/docs/Acharya_Kehoe.pdf

výsledkem působení dalších, externích faktorů. Využívání pozitivního působení faktorů ovlivňujících výši násobku EBITDA proto spadá pod value capturing.¹⁰¹

Private equity fondy se přirozeně snaží, aby bez ohledu na EBITDA byl jeho násobek co nejnižší při vstupu do investice a naopak co nejvyšší v momentě výstupu z ní – tedy aby koupily levně a prodaly draho (*buy low, sell high*). Historická data pak potvrzují, že jsou v tomto poměrně úspěšné a že se rozhodně nejedná o nahodilý jev. Při stanovení hodnoty násobku EBITDA pro danou transakci se vychází především z násobků, kterými byly v nedávné minulosti oceněny srovnatelné podniky působící ve stejném odvětví. Ty jsou zase naopak navázány na násobky, kterými jsou v dané chvíli trhem oceňovány veřejně obchodované společnosti. Díky tomu je základ pro ocenění silně ovlivněn aktuální náladou na trhu, a vývoj valuace společnosti má proto cyklický charakter. Svou roli hraje zcela jistě také aktuální popularita či naopak neoblíbenost konkrétního odvětví mezi investory. Nepochybný je též vliv makroekonomických ukazatelů, neboť vývoj násobku EBITDA a vývoj HDP se cyklicky pohybují ve stejném směru. Toto vše umožňuje dosáhnout dodatečného zisku jen správným načasováním investice.¹⁰²

Samozřejmě, výše popsaný efekt může působit i opačně. Příkladem mohou být investice private equity fondů z předkrizových let 2006 a 2007, kdy následný propad vyvolaný krizí zabránil fondům vystoupit z provedených investic tak, aby dosáhly zamýšleného zhodnocení. Řada fondů proto ve víře v postupné ekonomické oživení a s ním spojenou možnost dosažení vyšších prodejních násobků EBITDA zvolila vyčkávací taktiku a prodloužila dobu trvání svých investic.¹⁰³

V této souvislosti je třeba zmínit i vliv úrokové míry a obecně dostupnosti úvěrů na ceny dosahované v private equity transakcích. Obecně platí, že nižší náklady na dluhové financování a lepší přístup k němu činí LBO transakce atraktivnějšími. Lze pozorovat, že historicky právě v obdobích široké dostupnosti úvěrového financování prožívalo odvětví private equity největší rozkvět a objem uskutečněných obchodů rostl. Vedlejším efektem

¹⁰¹ SCHWETZLER, B. *Value Generation in Private Equity Investments* [online]. 2007 [cit. 2016-06-30]. Dostupné na http://www.finexpert.info/fileadmin/user_upload/downloads/pdf/pe_forschungspaper.pdf

¹⁰² AXELSSON, U. *Borrow Cheap, Buy High? The Determinants of Leverage and Pricing in Buyouts* [online]. 2012 [cit. 2016-06-30]. Dostupné na <http://www.lse.ac.uk/finance/pdf/Borrow-Cheap.-Buy-High.pdf>

¹⁰³ KAPLAN, S., STROMBERG, P. *Leveraged Buyouts and Private Equity* [online]. 2008 [cit. 2016-06-30]. Dostupné na <http://faculty.chicagobooth.edu/steven.kaplan/research/ksjep.pdf>

je fakt, že využíváním vyšší úvěrové páky se private equity fondy stávají méně cenově citlivými a v akvizičních transakcích přeplácejí opodstatněnou cenu cílové společnosti. To ve svém důsledku vede, paradoxně právě v obdobích rozkvětu, k nižší ziskovosti private equity fondů a nižšímu zhodnocení prostředků vložených investory.¹⁰⁴

Vedle sázky na vývoj tržní valuace, která má ryze spekulativní charakter, ale private equity fondy těží i ze svých specifických metod. Bylo totiž prokázáno, že private equity fondy platí za podíl v cílové společnosti nižší násobek EBITDA, než by za srovnatelnou transakci zaplatil strategický kupec. Vysvětlení se zde nabízí několik. Předně se private equity fondům pravděpodobně velmi dobře daří odstraňovat informační asymetrii mezi prodávajícím a kupujícím. Zřejmé je to především v případě MBO, kdy se na odkupu aktivně podílí stávající management. V běžné LBO pak lze tuto zásluhu připisovat propracovanému procesu hodnocení investičních příležitostí procesu s důkladnou due diligence.¹⁰⁵ V návaznosti na to dosahují private equity fondy nižší ceny také díky tomu, že tvrdě vyjednávají. Zejména po proběhlé due diligence, kdy už s prodávajícím vyjednávají jako jediný exkluzivní zájemce, neváhají předběžně akceptovanou cenu nekompromisně diskontovat za každý byt' jen potenciální problém, který due diligence v předmětném podniku odhalí.

Na rozdíl od strategického kupce pak navíc private equity fond prozkoumá desítky potenciálních investic před tím, než se jednu z nich rozhodne uskutečnit. To má dvojí efekt, neboť jednak má širší paletu pro výběr skutečně výhodného obchodu, jednak mu to umožňuje snadno vycouvat z investic, o které má zájem větší počet investorů, jejichž soupeření může akviziční cenu vyšroubovat nad únosnou mez. Konečně, správnému odhadu skutečné hodnoty cílového podniku pak samozřejmě napomáhají také náležitá znalost odvětví a široká síť kontaktů, kterými private equity fondy disponují.¹⁰⁶

¹⁰⁴ AXELSSON, U. *Borrow Cheap, Buy High? The Determinants of Leverage and Pricing in Buyouts* [online]. 2012 [cit. 2016-06-30]. Dostupné na <http://www.lse.ac.uk/finance/pdf/Borrow-Cheap.-Buy-High.pdf>

¹⁰⁵ JENSEN, M. *Eclipse of the Public Corporation*

¹⁰⁶ BUTLER, P. *The Alchemy of LBOs* [online]. 2001 [cit. 2016-06-29]. Dostupné na http://pages.stern.nyu.edu/~igiddy/articles/lbo_alchemy.pdf

ZÁVĚR

Cílem této práce bylo představit uceleně a v souvislostech private equity jako svébytné odvětví dnešní ekonomiky, poskytnout vhled do fungování obchodního modelu private equity a rozebrat mechanismus transakce, kterou private equity fondy při investicích nejběžněji používají.

Pojem private equity investic v sobě v nejširším pojetí zahrnuje veškeré investice do veřejně neobchodovaných společností. V rámci private equity můžeme rozlišovat dvě velmi rozdílné podskupiny investic. Jde o venture capital, což jsou investice do začínajících podniků, a buyout investice, které se zaměřují na zralé podniky v pozdější fázi jejich životního cyklu. První počátky private equity jako odvětví ekonomiky lze pozorovat po druhé světové válce, na významu nabývá ale až v 80. letech v souvislosti s prudkým nástupem buyoutů a od té doby tvoří nedílnou a podstatnou součást tržního systému západních ekonomik. Lze říci, že jejich obliba stále roste a postupně se rozšiřuje i do dalších zemí. Jedním z důvodů je zcela jistě i fakt, že private equity fondy dosahují vyšší výkonnosti nežli klasické veřejné akciové trhy. Na druhou stranu je třeba mít na paměti, že i v rámci private equity panuje mezi ekonomickými výsledky jednotlivých fondů značný rozptyl, který je odvislý od rozdílů ve schopnostech správcovských private equity společností. Private equity fondy většinou existují ve formě limited partnership, což je právní forma, která se v českém právním řádu nejvíce blíží komanditní společnosti. Fondy jsou zakládány na dobu nejčastěji 10 let a prochází charakteristickým životním cyklem, který nejlépe vystihuje tzv. J-křivka. Život fondu lze rozdělit na počáteční období vyhledávání investic, následně dobu jejich držení a konečně období ukončování investic. Nejrozšířenější metodou investování private equity fondů je leveraged buyout. Ten při financování akviziční transakce kombinuje prostředky poskytnuté fondu investory s výrazným podílem externího dluhového financování. Základním definičním znakem leveraged buyoutu je skutečnost, že akviziční úvěr je splácen samotným cílovým podnikem, což zvyšuje míru zhodnocení prostředků vložených do transakce private equity fondem. Vedle efektu dluhové páky jsou v cílovém podniku zároveň implementována další opatření v oblasti provozní efektivity a corporate governance, která mají za cíl zvýšit jeho hodnotu při prodeji, a maximalizovat tak zhodnocení vložených prostředků fondu.

Zaměříme nyní pozornost poněkud podrobněji na jednotlivé kapitoly práce. V první kapitole byl představen pohled na private equity jako na odvětví ekonomiky. Nejprve byl vymezen samotný pojem private equity investic, který lze nejlépe vystihnout třemi definičními znaky: investice do veřejně neobchodovaných podniků, středně až dlouhodobý investiční horizont a vysoký růstový potenciál cílového podniku. Dále byl rozlišen venture capital, což je i v rámci private equity velmi specifický obor, který se zabývá investicemi do mladých společností, a buyout. Venture capital lze dále vnitřně členit na seed, start-up a expansion capital. Ty se od sebe liší fází života cílového podniku. Seed capital investuje do prvotního podnikatelského nápadu, start-up capital financuje nové, ale již funkční podniky, zatímco expansion capital se zaměřuje na úspěšné mladé podniky, které trpí nedostatkem kapitálu na další růst a rozvoj. Buyout je naproti tomu typickým představitelem private equity investic. Jde o investice do zavedených podniků splňujících výše uvedená kritéria, přičemž motivy pro investici mohou velmi rozličné. Buyout a jeho mechanismus byl následně podrobně rozebrán v kapitole třetí.

Následující část první kapitoly byla věnována vzniku a historickému vývoji private equity. Kolébkou private equity byly rozvinuté finanční trhy v USA a Velké Británii. O skutečných počátcích tohoto odvětví můžeme hovořit v souvislosti s obnovou po druhé světové válce. V této době se rozvíjí činnost institucí (ve Velké Británii byly založeny dokonce již jako reakce na hospodářskou krizi), které poskytují dlouhodobý kapitál malým firmám a inovativním podnikům, což lze považovat za vznik venture capitalu. V následujících dekadách slavili venture capital investoři velké úspěchy a investování do mladých podniků tak postupně nabývalo na oblibě. Velkým zlomem jsou pak 80. léta, kdy se díky tehdejším příznivým ekonomickým podmínkám začínají objevovat první leveraged buyouty, tedy investice, které dnes tvoří jádro investování do private equity. V novodobější historii je pak zřetelným trendem stálý nárůst objemu prostředků vkládaných do private equity, který je ovšem poznamenán dramatickými poklesy v krizových letech 2000 a 2008. V prvním případě šlo o krizi vyvolanou internetovou bublinou ve venture capitalu, zatímco nedávná krize zasáhla především oblast buyout fondů. V posledních letech se ale do odvětví již navrátil růstový trend.

V závěrečné části první kapitoly byla rozebrána výkonnost private equity. Většina studií se shoduje, že investice do private equity jsou výkonnější nežli investice na veřejných trzích. Především v 90. letech, do splasknutí internetové bubliny na přelomu tisíciletí, si velmi

dobře vedl venture capital. Ten v tomto období nabízel zhodnocení v násobcích výnosů dosažených na veřejných trzích. Naopak po tomto otřesu byly jeho výsledky dlouhodobě pouze srovnatelné s výkony veřejného trhu. Buyout fondy naproti tomu v minulosti svým investorům dlouhodobě poskytovaly výnos, který byl vyšší než výnos z investic na veřejném trhu. Důležitým závěrem je nicméně skutečnost, že výkonnosti jednotlivých private equity fondů se uvnitř odvětví velmi liší, neboť výkonnost fondu je do velké míry určena schopnostmi, dovednostmi a zkušenostmi jejich investičních manažerů. Jak prokázaly i další studie, fondy spravované některými private equity společnostmi opakovaně dosahují vyšší výkonnosti nežli fondy jiných správců. Svůj vliv má nepochybně také vysoká koncentrovanost tohoto odvětví, která způsobuje, že pouze největší a nejrenomovanější fondy se dostávají k těm nejlepším investičním příležitostem.

Druhá kapitola byla zaměřena na business model private equity, tedy způsob, jakým toto odvětví funguje. Nejčastějším způsobem investování do private equity je investice prostřednictvím specializovaných private equity fondů. Ten shromažďuje prostředky od investorů a následně je sám investuje do vybraných cílových podniků. Za dobu existence private equity se vyvinula typická struktura private equity fondu. Private equity fond má obvykle formu limited partnership, ve kterém má investiční společnost, jež fond spravuje, neomezené ručení, zatímco ručení ostatních společníků – investorů – je omezeno do výše jejich nesplacených vkladů. Tomu odpovídá i rozdělení rolí ve fondu – investoři pouze poskytují kapitál, řízení fondu je plně v gesci private equity společnosti. Fondy jsou zakládány pouze na určitou dobu, typicky kolem deseti let, a vzhledem k tomu, že předčasné ukončení účasti ve fondu je velmi nežádoucí, jedná se o silně nelikvidní formu investice. Zhodnocené prostředky jsou investorům vypláceny zpět až po ukončení jednotlivých investic fondu. Private equity společnosti spravující fond plyne odměna z činnosti fondu dvěma kanály. Jednak si účtuje roční management fee, který se typicky pohybuje ve výši 2 % z celkově spravovaného kapitálu, jednak má též nárok na podíl na zisku z uskutečněných investic, obvykle ve výši 20 %.

Ve druhé části této kapitoly byl rozebrán životní cyklus private equity fondu. Deset let života je možné rozdělit do tří etap podle toho, jaká aktivita v danou chvíli činnosti fondu dominuje. Prvním obdobím je období vyhledávání investičních příležitostí, které trvá mezi 3 až 5 lety. Posuzování jednotlivých investičních případů je sám o sobě časově náročný proces, který může trvat až šest měsíců. V drtivé většině případů navíc končí odmítnutím

posuzovaného záměru, fondy totiž průměrně investují pouze do 1 z 80 posuzovaných investičních projektů. Následuje období holding period, ve kterém se private equity fond zaměřuje na zvyšování hodnoty podniků v jeho portfoliu. Management fondu v tomto období úzce spolupracuje s managementem cílových podniků na implementaci opatření majících za účel zvýšení hodnoty předmětného podniku. Doba trvání investice fondu se pohybuje v rozmezí 5 a 7 let, v závislosti právě na rychlosti, s jakou se daří implementovat zamýšlené změny. V posledních dvou letech života pak fond přistupuje k odprodeji investic a uzavírání jednotlivých investičních případů. Nejčastějšími způsoby odchodu z investice jsou prodej strategickému partnerovi, který bude podnik dále provozovat, prodej sekundárnímu private equity fondu, nebo uvedení portfoliového podniku na burzu prostřednictvím IPO. Celý životní cyklus lze potom zachytit tzv. J-křivkou. Ta může symbolizovat buď směr finančních toků mezi investory a fondem, nebo vývoj IRR fondu. Platí, že prvním rokům fungování fondu dominují toky od investorů do fondu, zatímco v letech následujících převládá výplata zhodnocených prostředků zpět investorům.

Tématem třetí kapitoly práce byl leveraged buyout. LBO je bezpochyby nejrozšířenějším způsobem investování v odvětví private equity. Jak již název napovídá, při financování transakce se využívá silného efektu dluhové páky. Private equity fond tak z vlastních zdrojů hradí pouze zlomek kupní ceny, její zbytek je pokryt externím dluhovým financováním. Akvizičním úvěrem však není zatížen fond, jak by se mohlo zdát, ale přímo cílový podnik. Právě z jeho výnosů se pak akviziční úvěr splácí. Využití dluhového financování umožňuje fondu dosahovat výrazně vyššího IRR, než jakého by dosáhl v případě, že by celá transakce byla financována vlastním kapitálem. Na druhou stranu ale tento postup vede k vyšší rizikovosti celé transakce. Vzhledem k vysokému zadlužení není vhodné mechanismus LBO použít pro jakýkoliv investiční projekt. Ideálním kandidátem jsou zavedené podniky s ověřeným trhem, které mají stabilní a předvídatelné cash-flow. Nevhodné jsou naopak podniky v nových, dynamických odvětvích s nepředvídatelným růstem nebo vysokými kapitálovými výdaji. Nutností je také nevyčerpaná úvěrová kapacita, tedy nízký podíl financování cizími zdroji. Od LBO je také odvozena řada dalších transakcí - management buyout, management buy-in či buy in management buyout. Základní princip transakce přitom zůstává nezměněn, jednotlivé odvozené formy se liší především z hlediska aktérů akviziční transakce.

Ve druhé části třetí kapitoly byla pozornost zaměřena na způsoby, jakými se v průběhu LBO tvoří hodnota. Ta se následně materializuje ve vyšší prodejní ceně v okamžiku výstupu private equity fondu z investice. V první řadě se hodnota tvoří již samotným splácením akvizičního úvěru cílovým podnikem. Tím, jak splácením klesá úroveň dluhu, roste zároveň tržní hodnota vlastního kapitálu drženého private equity fondem, a to i při nezměněné celkové hodnotě podniku. Tu se ale private equity fond pochopitelně snaží také zvýšit, aby dosáhl co nejvyšší možné prodejní ceny podniku, a maximalizoval tak zisk z celé transakce. Faktory zvyšující hodnotu podniku můžeme rozdělit do tří skupin na finanční inženýrství, provozní efektivitu a zlepšení corporate governance. Mezi faktory finančního inženýrství řadíme především efekt daňového štítu a omezení neúčelného nakládání s volným cash-flow. V rámci provozní efektivity jde o soubor rozličných opatření, která mají vliv na hodnotu zisku EBITDA. Rozlišovat můžeme faktory intenzivního růstu, které působí na růst EBITDA marže, a faktory extenzivní, které stojí za růstem tržeb a tím i EBITDA. Dle několika studií jsou právě faktory provozní efektivity hlavním nástrojem, kterým se v dnešních LBO transakcích tvoří hodnota. Konečně, posledním vnitropodnikovým kanálem tvorby hodnoty jsou změny v corporate governance. Zlepšení úrovně správy společnosti se dosahuje jednak zainteresováním managementu na výsledcích podniku prostřednictvím opčních a dalších motivačních programů, jednak důslednějším a efektivnějším výkonem vlastnické kontroly. Hodnotu podniku v neposlední řadě určují též skutečnosti, které nesouvisí přímo s jeho výkonností, jako je například aktuální fáze hospodářského cyklu, nálada na finančních trzích či vyjednávací schopnosti private equity fondu. Data ukazují, že private equity fondy umí ke svému prospěchu využívat i těchto faktorů, neboť podíly v portfoliových společnostech nakupují za nižší násobek EBITDA, než za který je následně prodávají, čímž generují dodatečný zisk.

SEZNAM LITERATURY A ZDROJŮ

KNIŽNÍ ZDROJE

ACHARYA, V., et al. *Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity*. Review of Financial Studies, 2013, 26.2: 368-402.

ACHLEITNER, A., BRAUN, R., ENGEL, N., FIGGE, C., & TAPPEINER, F. *Value Creation Drivers in Private Equity Buyouts: Empirical Evidence from Europe*. The Journal of Private Equity, 2010, 13.2: 17-27.

BERG, A., GOTTSCHALG, O. *Understanding Value Generation in Buyouts*. Journal of Restructuring Finance, 2005, 2.01: 9-37.

BREALEY, Richard A., Stewart C. MYERS a Franklin ALLEN. 2006. *Principles of Corporate Finance*. 8th ed. Boston: McGraw-Hill. McGraw-Hill/Irwin Series in Finance, Insurance, and Real Estate. ISBN 0072957239.

BRUNER, R., PAINE, L. *Management Buyouts and Managerial Ethics*. California Management Review, 1988, 30.2: 89-106.

BUTLER, P. *The Alchemy of LBOs*. The McKinsey Quarterly, 2001, 140-140.

CENDROWSKI, Harry. *Private Equity: History, Governance, and Operations*. 2nd ed. Hoboken, N.J.: Wiley, 2012. Wiley finance series. ISBN 9781118225424.

DEMARIA, Cyril. 2013. *Introduction to Private Equity: Venture, Growth, LBO & Turn-around Capital*. 2nd ed. Chichester, West Sussex, U.K.: Wiley. Wiley finance series. ISBN 978-1-118-57192-7.

DEMIROGLU, C., JAMES, CH. *The Role of Private Equity Group Reputation in LBO Financing*. Journal of Financial Economics, 2010, 96.2: 306-330.

DVOŘÁK, I., PROCHÁZKA, P. *Rizikový a rozvojový kapitál, Venture Capital*. Praha: Management Press, 1998. s. 169. ISBN 80-85943-74-3.

FICHERA, D. 2001. *The Insider's Guide to Venture Capital*. Roseville, Calif.: Prima Venture. ISBN 0761532390.

FRASER-SAMPSON, G. 2010. *Private Equity as an Asset Class*. NJ: John Wiley & Sons. ISBN 978-0-470-66138-3.

GOMPERS, P. *A Note on Angel Financing*. Harvard Business School Background Note 298-083, January 1998.

GOMPERS, P., DORE, T. *Private Equity Exits*. Harvard Business School Background Note 213-112, May 2013.

HOLTHAUSEN, R., LARCKER, D. *The Financial Performance of Reverse Leveraged Buyouts*. Journal of Financial Economics, 1996, 42(3), 293-332.

JENSEN, M. *Eclipse of the Public Corporation*. Harvard Business Review (Sept.-Oct. 1989), revised, 1997.

KAPLAN, S. *The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value*. Journal of Financial Economics, 1989, 24.2: 217–254.

KOCIS, James M. 2009. *Inside Private Equity: The Professional Investor's Handbook*. 1. Hoboken, N.J.: Wiley. Wiley finance series. ISBN 978-0470421895.

LERNER, Joshua., Ann. LEAMON a G. Felda. HARDYMON. 2012. *Venture Capital, Private Equity, and the Financing of Entrepreneurship*. 1. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons. ISBN 0470591439.

LERNER, Joshua., G. Felda. HARDYMON a Ann. LEAMON. 2012. *Venture Capital and Private Equity: A Casebook*. 5th ed. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons. ISBN 0470650915.

LUEHRMAN, T. *Using APV (Adjusted Present Value): A Better Tool for Valuing Operations*. Harvard Business Review, 1996, 75.3: 145-6, 148, 150-4.

RAPPAPORT, A. *The Staying Power of the Public Corporation*. Harvard Business Review, 1989, 68.1: 96-104.

WILLINGS, J., LERNER, J. *A Note on Valuation in Private Equity Settings*. Harvard Business School, 2000, 9-297: 50.

ZINGALES, L. *Entrepreneurial Finance and Private Equity*. Lecture at the University of Chicago Booth School of Business. February 2016.

INTERNETOVÉ ZDROJE

ACHARYA, V., KEHOE, C. *Corporate Governance and Value Creation* [online]. 2008 [cit. 2016-06-29]. Dostupné na http://facultyresearch.london.edu/docs/Acharya_Kehoe.pdf

ACHLEITNER, A., FIGGE, C. *Private Equity Lemons? Evidence on Value Creation in Secondary Buyouts* [online]. 02-2011 [cit. 2016-06-08]. Dostupné na http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1756901

ACHLEITNER, A., LICHNER, K., DILLER, CH. *Value Creation in Private Equity* [online]. 2007 [cit. 2016-06-29]. Dostupné na https://www.altassets.net/pdfs/capitaldynamics_valuecreationinpe.pdf

ANG, A., SORENSEN, M. *Risks, Returns, and Optimal Holdings of Private Equity: A Survey of Existing Approaches* [online]. 06-2012 [cit. 2016-05-04]. Dostupné na <https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/aang/papers/PrivateEquity.060512.pdf>

AXELSSON, U. *Borrow Cheap, Buy High? The Determinants of Leverage and Pricing in Buyouts* [online]. 2012 [cit. 2016-06-30]. Dostupné na <http://www.lse.ac.uk/finance/pdf/Borrow-Cheap,-Buy-High.pdf>

BAIN & COMPANY. *Global Private Equity Report 2015* [online]. 2015 [cit. 2016-05-05]. Dostupné na http://www.bain.com/Images/BAIN_REPORT_Global_Private_Equity_Report_2015.pdf

BANCE, A. *Why and How to Invest in Private Equity* [online]. 2006 [cit. 2016-04-29]. Dostupné na <http://mertens.com.ua/pevc/how%20to%20invest.pdf>

BCG, IESE. *The Advantage of Persistence: How the Best Private-Equity Firms „Beat the Fade“* [online]. 02-2008 [cit. 2016-05-05]. Dostupné na <http://www.bcg.de/documents/file15196.pdf>

BEEKMAN WEALTH ADVISORY. *Basics of Investing in Private Equity Funds* [online]. 2013 [cit. 2016-06-06]. Dostupné na <http://beekmanwealth.com/wp-content/uploads/2013/01/Basics-of-Investing-in-Private-Equity-Funds.pdf>

- BROWN, G., GREDIL, O., KAPLAN, S. *Do Private Equity Funds Game Returns?* [online]. 25-05-2013 [cit. 2016-05-04]. Dostupné na <http://faculty.chicagobooth.edu/steven.kaplan/research/BGK.pdf>
- BUTLER, P. *The Alchemy of LBOs* [online]. 2001 [cit. 2016-06-29]. Dostupné na http://pages.stern.nyu.edu/~igiddy/articles/lbo_alchemy.pdf
- BVCA. *A Guide to Private Equity* [online]. 03-2011 [cit. 2016-06-07]. Dostupné na http://www.bvca.co.uk/Portals/0/library/Files/Website%20files/2012_0001_guide_to_private_equity.pdf
- CFA INSTITUTE. *Capital Structure* [online]. 2013 [cit. 2016-06-30]. Dostupné na https://www.cfainstitute.org/learning/products/publications/inv/Documents/corporate_finance_chapter5.pptx
- CVCA. *Private equity a venture capital*. [online]. 2010 [cit. 2016-04-29]. Dostupné na <http://www.cvca.cz/cs/>
- GOLDMAN SACHS. *Understanding the J-Curve: A Primer on Interim Performance of Private Equity Investments* [online]. 12-2006 [cit. 2016-06-08]. Dostupné na http://www.goldmansachs.com/gsam/pdfs/USTPD/education/understanding_J_Curve.pdf
- HARRIS, R., JENKINSON, T. KAPLAN, S. *Private Equity Performance: What Do We Know?* 07-2013 [cit. 2016-05-04]. Dostupné na <http://faculty.chicagobooth.edu/steven.kaplan/research/hjk.pdf>
- INVEST EUROPE. *Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs*. 2007 [cit. 2016-04-29]. Dostupné na <http://www.investeurope.eu/media/78722/guide-on-private-equity-and-venture-capital-2007.pdf>
- JUŘICA, A. *Private equity fondy v návrhu zákona o investičních fondech a konflikt zájmů v private equity* [online]. 2013 [cit. 2016-05-06]. Dostupné na <http://svoc.prf.cuni.cz/sources/6/16/242.pdf>
- KAPLAN S., SCHOAR A. *Private Equity Performance - Returns, Persistence and Capital Flows*. 2005 [cit. 2016-05-04]. Dostupné na <https://www.chicagobooth.edu/news/2004-11-12kaplan/pereturns-1.pdf>

- KAPLAN, S., LERNER, J. *It Ain't Broke: The Past, Present, and Future of Venture Capital* [online]. 2009 [cit. 2016-05-03]. Dostupné na <http://faculty.chicagobooth.edu/steven.kaplan/research/kaplanlerner.pdf>
- KAPLAN, S., STROMBERG, P. *Leveraged Buyouts and Private Equity* [online]. 2008 [cit. 2016-05-05]. Dostupné na <http://faculty.chicagobooth.edu/steven.kaplan/research/ksjep.pdf>
- LONDON SCHOOL OF ECONOMICS AND POLITICAL SCIENCE. *In Conversation with Steve Schwarzman* [online]. 2016 [cit. 2016-06-07]. Dostupné na <http://www.lse.ac.uk/newsAndMedia/videoAndAudio/channels/publicLecturesAndEvents/player.aspx?id=3535>
- LOOS, N. *Value Creation in Leveraged Buyouts* [online]. 2005 [cit. 2016-06-21]. Dostupné na [http://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/wwwDisplayIdentifier/3052/\\$FILE/dis3052.pdf](http://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/wwwDisplayIdentifier/3052/$FILE/dis3052.pdf)
- MACROTRENDS. *NASDAQ Composite - Historical Chart*. [online]. 2016-05-03 [cit. 2016-05-03]. Dostupné na <http://www.macrotrends.net/1320/nasdaq-historical-chart>
- METRICK, A., YASUDA, A. *The Economics of Private Equity Funds* [online]. 2010 [cit. 2016-06-05]. Dostupné na <http://gsm.ucdavis.edu/sites/main/files/file-attachments/metrickyasuda2010.pdf>
- NVCA. *Commitments by Year*. [online]. 5-2015 [cit. 2016-04-30]. Dostupné na <http://nvca.org/research/fundraising/>
- POVALY, S. *Private Equity Exits: An analysis of divestment proces management in relation to leveraged buyouts* [online]. 2006 [cit. 2016-06-20]. Dostupné na [http://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/3238/\\$FILE/dis3238.pdf](http://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/3238/$FILE/dis3238.pdf)
- PREQIN. *2015 Private Equity-Backed Buyout Deals and Exits* [online]. 01-2016 [cit. 2016-06-08]. Dostupné na <https://www.preqin.com/docs/reports/Preqin-Buyout-Deals-Q4-2015.pdf>
- PREQIN. *Buyout Fundraising*. [online]. 2016 [cit. 2016-04-30]. Dostupné na <https://www.preqin.com/docs/newsletters/pe/Preqin-PESL-May-15-Buyout-Fundraising.pdf>

PREQIN. *Global Private Equity & Venture Capital Report 2016* [online]. 2015 [cit. 2016-05-05]. Dostupné na https://www.preqin.com/docs/reports/2016-Preqin-Global-Private-Equity-and-Venture-Capital-Report-Sample_Pages.pdf

PRIVATE EQUITY INTERNATIONAL. *PEI 300* [online]. 2016 [cit. 2016-05-05]. Dostupné na https://www.privateequityinternational.com/uploadedFiles/Private_Equity_International/PEI/Non-Pagebuilder/Aliased/News_And_Analysis/2016/May/Magazine/PEI300%202016.pdf

SEEKING ALPHA. *Four Stages in the Life of a Private Equity Fund* [online]. 2009 [cit. 2016-06-06]. Dostupné na <http://seekingalpha.com/article/172992-4-stages-in-the-life-of-a-private-equity-fund>

SHUMAN, J. *Private equity Investment Process* 10-2015 [cit. 2016-06-07]. Dostupné na <http://www.slideshare.net/JustinShuman/drexel-private-equity-guest-lecture-10-202015>

SCHWETZLER, B. *Value Generation in Private Equity Investments* [online]. 2007 [cit. 2016-06-30]. Dostupné na http://www.finexpert.info/fileadmin/user_upload/downloads/pdf/pe_forschungspaper.pdf

TETEN ADVISORS. *Where the Deals Are – Best Practices in Sourcing Investments* [online]. 03-2011 [cit. 2016-06-07]. Dostupné na <http://www.axial.net/forum/where-deals-are/>

THE ECONOMIST. *The New Kings of Capitalism* [online]. 25-11-2006 [cit. 2016-04-30]. Dostupné na <http://www.economist.com/node/3398496>

THE WALL STREEET JOURNAL. *Average Private Equity Fund Life Span Exceeds 13 Years.* [online]. 31-03-2015 [cit. 2016-06-18]. Dostupné na <http://blogs.wsj.com/privateequity/2015/03/31/average-private-equity-fund-life-span-exceeds-13-years/>

THE WALL STREEET JOURNAL. *Venture-Capital Firms Draw a Rush of New Money.* [online]. 29-03-2016 [cit. 2016-05-03]. Dostupné na <http://www.wsj.com/articles/funds-flow-to-venture-firms-1459295426>

TUCK SCHOOL OF BUSINESS. *Note on Leveraged Buyouts* [online]. 2002 [cit. 2016-06-20]. Dostupné na http://pages.stern.nyu.edu/~igiddy/LBO_Note.pdf

VENTURE CHOICE. *Why and How to Invest in Private Equity: Introduction and Background to the Asset Class* [online]. 2002 [cit. 2016-06-08]. Dostupné na http://www.venturechoice.com/articles/why_n_how_to_inv_in_priv_equity.htm

Dostupnost výše uvedených internetových zdrojů ověřena dne 8. října 2016.

SEZNAM TABULEK A GRAFŮ

TABULKY

Tabulka 1 - IRR private equity fondů dle kvartilů (%).....	21
Tabulka 2 - Rozdělení zisků z private equity fondu	32
Tabulka 3 - Vlastnosti ideálního kandidáta pro LBO	45
Tabulka 4 - Faktory tvorby hodnoty v LBO	49

GRAFY

Graf 1 – Typy private equity investic	7
Graf 2 – Vývoj ročního objemu prostředků získaných buyout a venture capital fondy	11
Graf 3 - Vývoj ročního objemu prostředků získaných buyout a venture capital fondy	13
Graf 4 - Vývoj ročního objemu prostředků získaných buyout a venture capital fondy	15
Graf 5 - Historická výkonnost private equity a S&P 500	17
Graf 6 - PME Buyout a Venture Capital fondů.....	19
Graf 7- Rozptyl výkonnosti evropských private equity fondů.....	21
Graf 8- Vztah velikosti venture capital fondu a jako výkonnosti	23
Graf 9 - Způsoby investování do private equity.....	26
Graf 10- Struktura private equity fondu.....	30
Graf 11 - Investiční proces v private equity.....	34
Graf 12 - Strategie vystoupení z private equity investice v roce 2015	38
Graf 13 - J-křivka	40
Graf 14 - Optimální kapitálová struktura	51

SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK

ARDC	American Research and Development Corporation
BIMBO	Buy-in Management Buyout
CVCA	Czech Private Equity and Venture Capital Association
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EVCA	European Private Equity & Venture Capital Association
IPO	Initial Public Offering
IRR	Internal Rate of Return
KKR	Kohlberg Kravis Roberts
LBO	Leveraged Buyout
MBI	Management Buy-in
MBO	Management Buyout
NVCA	National Private Equity & Venture Capital Association
PE	Private Equity
PME	Public Market Equivalent

ABSTRAKT

Tato práce se zabývá odvětvím private equity. Jejím cílem je proto představit uceleně a v souvislostech private equity jako svébytné odvětví dnešní ekonomiky, poskytnout vhled do fungování obchodního modelu private equity a rozebrat mechanismus transakce, kterou private equity fondy při investicích nejběžněji používají. Práce je rozdělena do tří kapitol, které odpovídají jednotlivým dílčím cílům. První kapitola vymezuje pojem private equity a následně se zabývá historií tohoto odvětví a jeho ekonomickou výkonností. Pojem private equity zahrnuje investice do základního kapitálu veřejně neobchodovaných společností. Private equity jako odvětví nabývá na významu přibližně od 80. let minulého století, přičemž jeho ekonomická výkonnost je vyšší než zhodnocení nabízené na veřejných akciových trzích. Druhá kapitola se věnuje obchodnímu modelu private equity fondů, jejich struktuře, životnímu cyklu a investičnímu procesu. Private equity fondy mají formu limited partnership, které je řízeno profesionální investiční společností, zatímco investoři fondu pouze poskytují potřebný kapitál. Fondy jsou typicky zakládány na dobu deseti let a průběh jejich životního cyklu je nejlépe charakterizován tzv. J-křivkou. V jeho rámci lze rozlišovat období vyhledávání investic, následně dobu jejich držení a konečně období ukončování investic. V závěrečné kapitole je rozebrán princip fungování leveraged buyout transakcí včetně analýzy faktorů tvorby hodnoty v rámci tohoto transakčního procesu. Leveraged buyout je nejčastější metodou investování private equity fondů. Jeho specifíkem je kombinace prostředků poskytnutých fondu investory s výrazným podílem externího dluhového financování. Vedle efektu dluhové páky jsou v cílovém podniku zároveň implementována další opatření v oblasti provozní efektivity a corporate governance, která mají za cíl zvýšit jeho hodnotu při prodeji, a maximalizovat tak zhodnocení prostředků vložených fondem.

Klíčová slova: private equity, leveraged buyout, alternativní investice

ABSTRACT

This thesis deals with the private equity industry. Its aim is to coherently introduce private equity as a distinctive and integral part of today's economy, to provide relevant insight on the principles of functioning of private equity business model, and to analyse the mechanism of the most commonly used private equity transaction type. The thesis is structured into three chapters with each chapter being dedicated to one of the sub-aims. First chapter defines the notion of private equity and discusses the history of the industry and its economic performance. Private equity encompasses all types of equity investments into non-publicly traded companies. The industry itself has been gaining on significance since its emersion in the 1980s, mainly due to the fact that private equity investments have been consistently outperforming public markets in terms of realized returns. Second chapter is dedicated to the business model of private equity funds, their structure and lifecycle, as well as the investment process itself. Private equity funds take on the limited partnership legal form, which is managed by a professional private equity house while the investors' involvement consists solely in the provision of capital. A fund's lifetime is usually limited by a period of ten years and its lifecycle is described by so-called J-curve. Investment placement period, holding period and liquidation period can be observed as separate stages in a fund's lifecycle. Final chapter analyses the mechanism of a leveraged buyout, including a decomposition of value creation drivers in this type of investment proceeding. Leveraged buyout is the most commonly used investment technique in the private equity industry. Its specific consists in the fact that it combines equity provided by the private equity fund with a significant amount of external debt financing. Besides the leverage effect, additional operational engineering and corporate governance measures are deployed in the target company in order to enhance its value and returns on equity employed.

Thesis title: Private Equity

Key words: private equity, leveraged buyout, alternative investment